بسم الله وبعد: تم الرفع بحمد الله من طرف بن عيسى ق متخرج من جامعة المدية سنة 2007

للتواصل وطلب المذكرات :

بريدي الإلكتروني: benaissa.inf@gmail.com

MSN : benaissa.inf@hotmail.com

Skype :benaissa20082

هاتف : 0771087969

دعوة صالحة بظهر الغيب....

الجـمـهـوريـة الجـزائـريــة الـديـمـوقـراطـيـة الشعـبـيـة

وزارة التعليـم العالـي و البحـث العلمـي

جامعــة منتــوري قسنطينــة

كلية الحقوق و العلوم السياسية   قسم الدراسات العليا

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون

تخصص: قانون الأعمال

سوق الأوراق الماليـة (البـورصة) و الأدوات المالية محل التداول فيـها

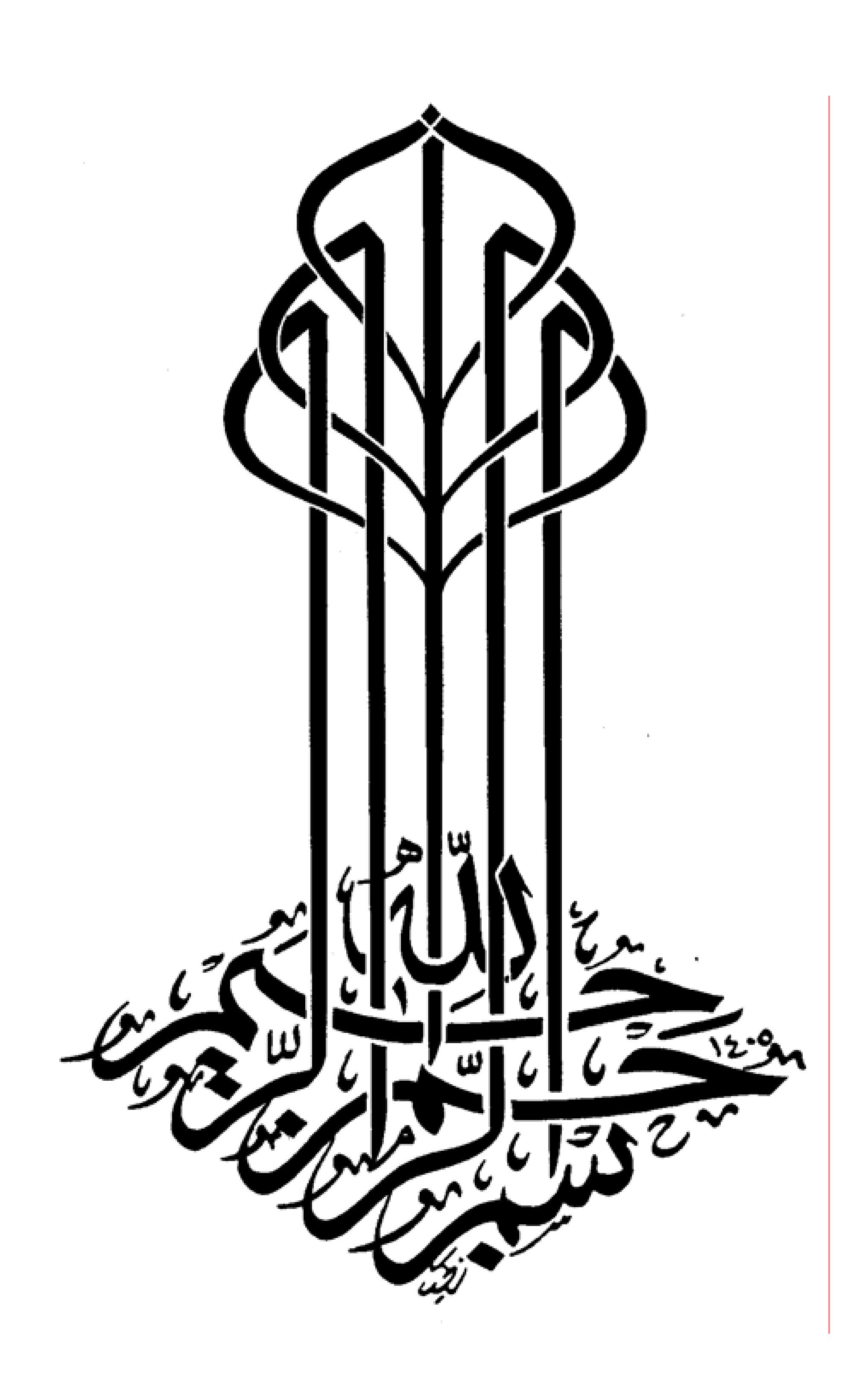
من إعداد الطالب: **تحت إشراف الأستاذ الدكتور:**

حريزي رابح   بودراع بلقاسم

لجنة المناقشة:

أ.د. طاشور عبد الحفيظ	أستاذ التعليم العالي	جامعة قسنطينة	رئيســاً
أ.د. بودراع بلقاسم	أستاذ التعليم العالي	جامعة قسنطينة	مشرفاً و مقرراً
أ.د. رحال أحمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة قسنطينة	عضـــواً

السنة الجامعية: 2010/2009


بسم الله الرحمن الرحيم
١٤٠٩

" و قل رب أدخلني مدخل صدق
و أخرجني مخرج صدق و اجعل لي من لدنك
سلطانا نصيرا "

(سورة الإسراء، الآية: 80)

"ربنا لا تؤاخذنا إن نسينا أو أخطأنا "

(سورة البقرة، الآية: 282)

صدق الله العظيم

اللهم إني أسألك

خير المسألة وخير الدعاء

وخير العمل وخير النجاح

وخير الثواب وخير الحياة وخير الممات

ثبتني وثقل موازيني وحقق إيماني وارفع

درجاتي وزدني علما

اللهم آمين ... يا رب

الإهداء

إلى روح الوالدة تغمدها الله برحمته ... حملتني وهنا على وهن ... تحملت هفواتي حتى رشدت ... صبرت على أخطائي ... إلى أن تعلمت ... حتى إذا وصل وقت قطفها لثمرة ضناها ... انطفأت شمعتها ... و تركتنا نتحسر على ما ضيعنا في جنبها ......

اللهم اغفر لها و ارحمها ... و اسكنها جناتك ... و وفقنا في الدعاء لها ما حيينا ... و تقبله منا ... يا رب

إلى كل الذين يعملون بصمت و إصرار و إتقان ... من أجل بناء و نهضة و سؤدد ...

بلدنا الحبيب الجزائر ...

وطننا العربي الكبير .. من المحيط إلى الخليج ...

أمتنا الإسلامية الغراء ...

و العالم الإنساني أجمع ...

أهدي هذا الجهد المتواضع .. رمز محبة .. و مشعل إنارة .. و عربون وفاء ..

شكر و تقدير

أحمد الله عز و جل و أشكره و هو القائل في محكم تنزيله: "وإذ تأذن ربك لئن شكرتم لأزيدنكم "على توفيقه لي في إتمام هذا العمل المُضني.

كما أتقدم بأسمى عبارات الشكر و التقدير إلى الأستاذ الدكتور "بودراع بلقاسم " الذي تشرفت بتأطيره لي، و الأساتذة الأجلاء طاشور عبد الحفيظ و رحال أحمد على قبولهم مناقشة هذه المذكرة.

كما لا أنسى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد .

كما لا يفوتني، ها هنا، أن أبلغ خالص تحياتي و تشكراتي إلى كل زملائي بقسم الدراسات العليا بكلية الحقوق لجامعة منتوري قسنطينة، و خاصة تخصص قانون الأعمال، دفعة 2005، و كذا جميع زملائي السابقين بالمدرسة الوطنية للإدارة، و بالأخص الدفعة الثامنة و الثلاثون.

إذا لم تكن نجمة في السماء . . . فكن شمعة في بيتك

وعوض أن تسب الظلام . . . أوقد شمعة

" عندما نعيش لذواتنا فحسب، تبدو لنا الحياة قصيرة ضئيلة، تبدأ من حيث بدأنا نعي،
وتنتهي بانتهاء عمرنا المحدود ! . . .

. . . أما عندما نعيش لغيرنا، أي عندما نعيش لفكرة، فإن الحياة تبدو طويلة عميقة، تبدأ
من حيث بدأت الإنسانية وتمتد بعد مفارقتنا لوجه هذه الأرض ! . . .

. . . إننا نعيش لأنفسنا حياة مضاعفة، حينما نعيش للآخرين، وبقدر ما نضاعف
إحساسنا بالآخرين، نضاعف إحساسنا بحياتنا، ونضاعف هذه الحياة ذاتها في
النهاية . . . " . . . سيد قطب

لا تكن أصعب ما في الحياة . . .

ولا تكن أسهل ما فيها . . .

ولكن كن أنت الحياة في أسمى معانيها . . .

رابح حريزي

الفهرس

المقدمة العامة

توطئة

مِمَّا لا شك فيه، أن المال قوام الحياة و ضرورة من ضرورياتها، و أن السعي لكسبه والعمل على تَنميتِه واجبٌ لا يستقر معاشٌ و لا تهنأ حياةٌ من دونه؛ و قد اهتمت مختلف التشريعات، في هذا الصدد، بوضع قواعد و أحكام خاصة بالمال، كسباً، و تمليكاً، و إنتاجاً، وتنمية، و استهلاكاً، و أعطت المال الخاص حق المال العام في حمايته و المحافظة عليه.

و لقد شُرِع لتداول المال نظامٌ للمعاملات، حيث نظَّم للناس معاملاتِهم، فوضع للبيع والشراء قواعد عامة، و شروطاً و ضوابط، و أخلاقيات للعقود و التعاملات التجارية، ليعود النَّفع على البائع و المشتري معاً، و لِيَزيد الإنتاج أيضاً.. إلا أنه، من الأمور التي برزت على الساحة، تلك المعاملات التي تتم داخل ما يسمى بالبورصات، و التي يكتنفها الكثير من الغموض، و يُميِّزها نوعٌ من التعقيد مقارنة بالمعاملات التقليدية.

سوق الأوراق المالية أو " البورصة " تُعتبَر واحدة من آليات اقتصاد السوق، عُرفت منذ فترات طويلة، و يُعتبر مسمَّى " البورصة " هو الشائع لسوق الأوراق المالية، حيث يطلق عليها أيضا: بورصة الأوراق المالية، السوق المالي، السوق المالية، سوق رأس المال، بورصة رأس المال؛ و هي تسميات كلها متداولة في مختلف المراجع و الأدبيات التي تهتم بمجالات الإقتصاد، المال و الأعمال، و تحمل نفس المعنى (نسبيا)، مع بعض الإختلافات من حيث الضبط الإجرائي للمصطلح، ذلك أن السوق المالية – مثلاً - أكثر شمولية من سوق الأوراق المالية (كما سنرى في صلب هذا البحث عند ضبط ماهية البورصة).

و قد ارتبط تطور البورصات، أو أسواق الأوراق المالية، بالتطور الإقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، حيث تَرتَّبَ على ذلك إصدار المزيد من الأوراق المالية، كما تم أيضا استحداث أنواع جديدة منها.

و البورصة هي سوق مثالي تتحقق فيها المنافسة الحرة، و تتحدد فيها الأسعار وفقاً لقانون العرض و الطلب؛ و المستثمر، حينما يُقرِّر استثمار أمواله في سوق البورصة، فإنه يحتاج إلى مجموعة من الأسس و المعايير التي تساعده على اتخاذ القرار الرشيد بالإستثمار في هذا الصك أو ذاك، و هذه المعايير أو الأسس، بعضها ذو طابع اقتصادي و مالي، و البعض الآخر ذو طابع فني بياني؛ و لمَّا كانت بورصة الأوراق المالية سوقاً، فإنها تخضع لمجموعة من المؤثرات التي يَرجِع بعضها إلى السوق و نشاطه، و البعض الآخر منها يَرجِع إلى المناخ الإقتصادي و الإجتماعي و السياسي السائد.

و لكن السؤال الذي يطرح نفسه في هذا السياق هو: هل السوق المالية معروفة عند عامة الناس ؟ و هل أي شخص يستطيع أن يستثمر أمواله في هذه السوق ؟!

الإجابة على هذا السؤال واضحة، و هي أن الأغلبية السَّاحقة، إن لم نقل كل الناس، ليس لهم حد أدنى من المعلومات حول هذه السوق، ناهيك عن الكيفية التي يستطيع الشخص أن يستثمر من خلالها أمواله في البورصة.

و البورصة، بالنسبة للجمهور الجزائري بصفة خاصة، و العالم ككل بصفة عامة، وحتى في الدول المتقدمة، و إلى وقت ليس بالبعيد، تُعتبَر ذلك العالم المجهول، على الرغم من ظهورها هناك في القرن السادس عشر.

ففي دراسة أُجريت في الولايات المتحدة سنة 1940 على عينة من المواطنين، تتكوَّن من خمسة آلاف مواطن لمعرفة مدى فهم الأمريكيين لدور البورصة في الحياة، حيث كان السؤال المطروح على هؤلاء هو: " ماذا يمكن أن يُباع و يُشترَى في البورصة ؟ ".

و كانت النتائج كما يلي:

78,7 % عرفوا أن ما يُباع و يُشتَرَى في البورصة هو الأسهم و السندات؛ 19,3 % لا يعرفون أي شيء عن البورصة؛ و 2 % لا يعتقدون أن الأسهم و السندات هي التي تُباع في البورصة.

و إنْ دَلَّ هذا المثال على شيء، فإنما يدل على أن البورصة هي ذلك اللغز البعيد وصعب الفهم على الجمهور العادي في العالم المتقدم، قبل أكثر من نصف قرن.

و هذا ما دفع أمريكا للقيام بحملات واسعة لنشر الوعي الإدخاري و الإستثماري، مما جعل البورصة تُعرف أكثر، و تُقصَد أكثر فأكثر من قِبَل الأمريكيين، إذ ارتفع عدد المساهمين من 5 مليون مساهِم سنة 1952 إلى 7,5 مليون سنة 1954، ثم 8,6 مليون سنة بعد ذلك.[1]

و لَعَلَّ المجتمع الجزائري الآن، يُعاني أكثر مِمَّا عانى نظيره الأمريكي في الأربعينات من القرن الماضي، من حيث معرفته للبورصة، نظراً لعدم إنشاء بورصة في الجزائر منذ وقت بعيد، عدم وجود صحف و مجلات متخصصة، و قلة المؤلفات بصفة عامة في هذا المجال، وعدم وجود معاهد متخصصة، و التي يُضاف إليها الظروف الإقتصادية، الإجتماعية و الأمنية التي عرَفها المجتمع الجزائري ... و هو ما وَلَّد حاجةً ماسَّة للبحث في هذا المجال، لِرفع اللُّبس المُطْبَق عليه، و فك الطلاسِم التي تكتَنِفُه.

الموضوع و أهميته:

موضوع الدراسة هو سوق الأوراق المالية (البورصة)، و الأدوات محل التداول فيها، والتي أصبحت تشغل بال الكثير من المهتمين، سواء العاملين (أو من يَنْوُون العمل)، أو المتعاملين (أو من يَنْوُون التعامل)، أو الباحثين في جوانبها الإدارية و الإقتصادية و القانونية.

و الملاحِظ لشؤون الإقتصاد، المال و الأعمال، يرى الأهمية التي ما فتئت تتزايد، يومًا بعد يوم، لبورصات الأوراق المالية في العالم أجمع، و في الدول السائرة في طريق النمو بصفة خاصة، و ذلك نتيجة تبنِّيها المطَّرِد لاقتصاد السوق، و زيادة الإتجاه إلى تحرير الأسواق، والإعتماد على القطاع الخاص، أكثر فأكثر، في النشاط الإقتصادي.

و تتجلى أهمية هذا العمل، في كونه يُلقي الضوء على أهم الجوانب المُبهَمة في موضوع البورصة، و إلقاء الضوء على مختلف الأدوات التي يتم التعامل بها داخلها، بالإضافة لِمَا استُجد فيها، على اعتبار أن الممارسة على أرض الواقع تُبين وجود الكثير من الإبتكارات فيما يخص

---

[1] محفوظ جبار، تنظيم و إدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.

هذه الأدوات، و التي يكون الهدف منها، عموماً، الرغبة في تحقيق الربح و تقليل نسبة المخاطرة للمستثمرين أصحاب الأموال.

و على هذا الأساس، يُوفِّر هذا العمل خلفية نظرية، يُضاف إليها تجارب بعض الدول الرائدة في هذا الموضوع، و ذلك، لنُلقي الضوء على التطور الحاصل في مجال أنظمة و آليات التشغيل، و طرق الضبط و الإدارة، و كذلك، في مجال الأدوات المالية محل التعامل و التداول، و ما استُحدِث فيها.

و تظهر أهمية البحث – أيضا - من عدة أوجه، لعل أهمها نُدرة المؤلفات و البحوث والرسائل العلمية القانونية المتعلقة بالبورصة و أدواتها، من جهة، و عدم وجود بورصة نشِطة و فعالة في الجزائر من جهة أخرى، فكان الباعِثُ لنا على اختيار الموضوع محلاً و موضوعًا للدراسة أن يكون، قدْرَ الإمكان، إسهامًا في إثراء المكتبة القانونية، من خلال جمع المواد والمراجع المتعلقة ببورصة الأوراق المالية، و الأدوات المالية محل التداول فيها.

أهداف البحث و إطار الدراسة:

يهدف هذا البحث في الحقيقة إلى هدف رئيسي، و آخر فرعي؛ أمَّا الهدف الرئيسي فيتمثل في محاولة الإحاطة بماهية البورصة، و الأدوات المتداولة فيها، و اتجاهات التجديد في هذه الأدوات، و ذلك، من خلال استقراء تجارب البورصات الرَّائدة عالميا في هذا المجال؛ أما الهدف الفرعي، فيتمثل في معرفة المكانة التي تحتلها البورصة في الجزائر، من خلال استعراض تجربتها في هذا المجال، و مقارنتها بالبيئة المحيطة بها، أي موقعها من تجارب باقي الدول العربية.

أما فيما يخص **إطار الدراسة و حدودها**، يجدُر بنا التوضيح بأن هذا العمل يخلو من مجموعة من الموضوعات المتعلقة بالبورصات، كبعض المواضيع التقنية، و بعضٍ من المواضيع التي يتم التطرق فيها بشيء من التفصيل و الدقة و التخصيص، كالتطرق للإجراءات بدقة و التقنيات التفصيلية، أو أدوات أو آليات معينة (كتلك التي تخص آليات الإستثمار في البورصة...)، فكل هذه الجوانب و أخرى، هي خارج نطاق دراستنا؛ و على هذا الأساس، فإن إطار هذه الدراسة لا يَعْدُو أن يتطرق إلى ماهية البورصة، ظروف نشأتها، الأدوات المالية

المتداولة فيها، و اتجاهات التحديث فيها؛ كما أنه، عند التطرق إلى تجارب بعض الدول، فإن الدراسة لن تكون وفق كل دولة على حدة، و إنما وِفق نظرة شاملة كمبدأ عام، مع اللجوء – استثناء - إلى تناوُل تجارب دول بِعَينها، بحكم ريادتها أو تميُّزها النوعي في عنصر معين، وذلك، وفقاً لِمَا يفرضه منطق المنهجية المسطرة لبحثنا هذا، و التي لا يمكننا أن نحيد عنها، حتى لا نخرج عن التسلل المنهجي و الإنسياب المنطقي للمعلومات و المعطيات التي تدخل في نطاق بحثنا.

كما نشير في هذا الصدد بأنه، من الوهلة الأولى يبدو موضوع هذا البحث عامًّا نوعًا ما، و يحتاج إلى تركيز و تخصيص أكثر، لذلك نقول بأن تناول الموضوع بهذه الطريقة كان مقصودا، و ذلك بحكم الفقر البيداغوجي و الواقعي (من حيث الممارسة) الذي يُمَيِّزُ هذا الموضوع في بلادنا من جهة، و نظراً لِمَا يتميز به من تشعب و جوانب تقنية و تداخل مع مواضيع أخرى من جهة أخرى، لذلك ارتأينا تناول هذا الموضوع بالطريقة هاته علَّنَا نتمكن من الوصول إلى تصور شامل لمختلف ملامحه و جوانبه، و لعلَّه يكون بَاعِثاً لنا للإستمرار في البحث في نفس الموضوع بنوع من التركيز و التخصص مستقبلا.

مبررات و دوافع اختيار الموضوع:

إن اختيار هذا الموضوع ليس وليد الصدفة، أو تم اختياره هكذا اعتِبَاطاً، بل إنه كان نتيجة لحاجة واقعية و نظرية ملحة؛ حاجة واقعية تُبَرِّرُها بانطلاق العمل بنظام البورصة في بلدنا منذ أكثر من عقد من الزمن، و هو ما يفرض، بالنتيجة، ضرورة الإحاطة بهذا الموضوع، و معرفة مختلف جوانبه، مع إلقاء الضوء على هذه التجربة، و معرفة مكانتنا داخل البيئة العربية المحيطة بنا على الأقل.

أما الحاجة النظرية، فتُبَرِّرُها بالنُّقص الكبير في المؤلفات و البحوث و الرسائل العلمية القانونية المتعلقة بالبورصة و أدواتها، و ذلك نظرا لكونها من المواضيع المستجدة، على الأقل بالنسبة لبلدنا، و المنطقة العربية على أقصى تقدير.

كما أن تخصصنا في قانون الأعمال أو القانون الإقتصادي، يفرض علينا الإلمام بمختلف المواضيع التي تدخل تحت هذا الجذع، لا سيما إذا كان من المواضيع المستحدَثة، أو من

مواضيع الساعة، و التي أصبحت تثير الكثير من الجدل حول مدى فعاليتها و صمودها في زمن العولمة و الأزمات المالية أمام مختلف المؤثرات، و هو ما فتح نقاشاً و جدلاً واسعاً حول مدى فعالية الدور الذي تلعبه، أو الذي لابد أن تلعبه.

إشكالية البحث:

لقد تزايدت أهمية البورصات بالنسبة لمختلف دول العالم، إذ أصبحت تُشَكِّلُ أداةً أساسيةً في توفير السيولة اللازمة لمنشآت الأعمال، و الإقتصاد ككل، و وسيلة فعالة في القضاء على الموارد المالية المُعَطَّلة، و الإكتناز غير المُجدي، مِمَّا جعلها من أكثر الآليات مساهمة في تنشيط الإستثمار، و توظيف المدخرات، و بالتالي المساهمة في تحقيق النمو الإقتصادي و الرفاه الإجتماعي.

و الملاحِظ لدور البورصة، يرى بأنه ما فتئ يتعاظم يوما بعد يوم (رغم المشاكل التي أصبحت تطرحها بعض الأدوات المالية المستحدَثة)، مما جعل الدول التي لم يسبق لها اعتماد نظام البورصة في تنشيط اقتصاداتها، تتسابق في اللجوء إلى اعتمادها، كما هو الشأن بالنسبة لبعض الدول العربية، التي خطت خطوة لا بأس بها في هذا المجال.

و من هذا المنطلق، فإنَّ بحثنا هذا يهدف إلى إلقاء الضوء على المفاهيم الأساسية التي تتعلق بالبورصة، و الأوراق المالية المتداولة فيها، و ذلك من خلال الإجابة على الإشكالية التالية:

ما هي البورصة ؟ و ما هي الأدوات المالية محل التداول فيها ؟ و ما هو نظام عملها ؟

و هذا التساؤل الرئيسي، يقودنا إلى طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما مفهوم البورصة ؟
- ما هي الظروف التي أدَّت إلى ظهور البورصة ؟ أو ما هو تطورها التاريخي ؟
- ما هي الوظائف التي تؤدِّيها ؟ و ما هو الدور الذي تلعبه ؟
- ما هي الأدوات المالية المتداولة في البورصة ؟ و ما هي أنواعها ؟
- كيف تعمل البورصة ؟ أو ما هي آلية عملها ؟

- من هم الأعوان المتدخلون في البورصة ؟
- ما هي المكانة التي تحتلها البورصة في المنطقة العربية ؟ و في الجزائر ؟

منهج البحث:

في محاولة الجمع بين التبسيط و الدقة، كان المنهج الوصفي التحليلي هو المنهج المناسِب لهذه الدراسة، من خلال تَتَبُّع و استِقْصَاء مادة البحث و تحليلها، حيث تم وصف بعض جوانب هذا الموضوع، بالتطرق إلى المفاهيم و بعض العناصر النظرية، و التي كان فيها الجانب الوصفي هو الغالِب، و هنا تظهر محاولة التبسيط، التي تعني القدرة على إيصال المعلومة إلى ذِهن القارئ بأقل جهد ممكن، كما تم في بعض الجوانب الأخرى، اللجوء إلى تحليل الأفكار و البيانات و التجارب، بخصوص بعض القضايا التي تتطلب ذلك، و هنا يظهر جانب الدقة، التي تعني التأصيل في التحليل و التعمُّق، و هما اعتباران من الصَّعب التوفيق بينهما، و إن كانت الصعوبة لا تعني الإستحالة.

كما اعتمدنا منهج دراسة المضمون، من خلال دراسة بعض المراجع و المصادر المتعلقة بالموضوع، و مراجعة بعض الدراسات و التقارير، و من خلال التعرُّف على واقع بعض التجارب الرائدة، لنَخْلُصَ في الأخير إلى استعراض التجربة الإقليمية و المحلية.

كما اعتمدنا المنهج الإستدلالي في معالجتنا لمضمون موضوع البحث، و الذي يعتمد على الإنتقال من الإحاطة بالكل (التأصيل النظري العام) للوصول إلى الإحاطة بالجزء (التجارب على مستوى الواقع)، و الذي نلحظه من خلال تناول ماهية البورصة و أدواتها عموماً، أي الجانب النظري للموضوع، مع تناول واقعها في العالم عموما، ثم الإنتقال إلى البيئة الإقليمية (العربية)، لنَصِلَ في الأخير إلى المستوى المحلي.

كما اعتمدنا المنهج المقارن في حدود معينة، و ذلك عند تطرقنا لتجارب بعض الدول، على اعتبار أن هذا الموضوع يعرف على مستوى الواقع تجارب متفاوتة الرَّتَابة بين الدول، وذلك نظراً لاختلاف الواقع الإقتصادي و الإجتماعي و الثقافي و الديني ..، و كذا درجة التطوُّر و التقدُّم، و التي تؤثِّر كلُّها في عمل البورصة و درجة نجاحها.

و في سبيل إعطاء البحث أكثر استقرائية للواقع، تم جمع إحصاءاتٍ و بياناتٍ متعلقة ببعض البلدان، و بعض المناطق، و التي تم توثيقها من طرف هيئات دولية و محلية، و توفرت مُعظمُها في بطون الكتب و التقارير و المجلات الدورية؛[1] و تمَّ الإستنجاد في بعض الأحيان – عند استحالة الحصول على المعلومة – ببعض الدِّراسات و المقالات و البيانات الإلكترونية، و الموثقة في مواقع للبحوث و الدِّراسات على الشبكة العنكبوتية (الإنترنت)، هذا، مع التحلي بالحذر الإبستيمولوجي فيما نجد من معلومات من هذه المصادر المستجَدَّة، و التي تجمع الغَثَّ والسمين، مع ما تطرحه من غياب للإحالة المرجعية في الكثير من الأحيان.

خطة البحث و هيكله:

بُغية تحقيق الأهداف التي يتوخَّاها هذا البحث، و لمحاولة الإجابة على الإشكالية التي يدور حولها، اعتمدنا خطة من بابين أساسيين:

حيث نَتناول في الباب الأول ماهية البورصة و الأوراق المالية الأساسية محل التداول فيها، و ذلك في فصلين، حيث نتناول في الفصل الأول ماهية البورصة و مفاهيم عامَّة حولها، وفي الفصل الثاني مختلف الأدوات المالية الرئيسية محل التداول في البورصة.

أما الباب الثاني، فنتناول فيه نظام عمل سوق الأوراق المالية (البورصة) و مظاهر التجديد في أدواتها، مع التطرق في لمحة عامة إلى التجربة العربية و المحلية، و ذلك من خلال ثلاث فصول أساسية، حيث نتناول في الفصل الأول عناصر بورصة الأوراق المالية و نظام عملها، و نتناول في الفصل الثاني إتجاهات التجديد في الأدوات المالية محل التداول في البورصة، لنتناول في الفصل الثالث الجانب العملي لهذا البحث من خلال تناول مكانة البورصة في المنطقة العربية و الجزائر.

و عليه، سنقوم بِتناوُل هذا البحث وِفق الخطة المُبَيَّنَة فيما يلي:

[1] مثل بيانات الأسواق المالية العربية، و تقارير لجنة تنظيم عمليات بورصة الجزائر و مراقبتها.

<u>الباب الأول:</u> ماهية البورصة و الأدوات المالية محل التداول فيها

<u>الفصل الأول:</u> ماهية سوق الأوراق المالية (البورصة): مفاهيم عامة

<u>الفصل الثاني:</u> الأوراق المالية محل التداول في البورصة

<u>الباب الثاني:</u> سوق الأوراق المالية: نظام عملها و مظاهر التجديد في أدواتها

<u>الفصل الأول:</u> عناصر سوق الأوراق المالية و نظام عملها

<u>الفصل الثاني:</u> إتجاهات التجديد في الأدوات المالية محل التداول في البورصة

<u>الفصل الثالث:</u> مكانة سوق الأوراق المالية في المنطقة العربية و الجزائر

الخاتمة العامة

الباب الأول: ماهية البورصة و الأدوات المالية محل التداول فيها

بادئا ذي بدء، نقول بأن أسواق الأوراق المالية (البورصات) قد فرضت نفسها على معظم اقتصاديات الدول، و أصبحت تعكس الوجه الحقيقي لتلك الإقتصاديات من خلال دورها في حشد و تعبئة الموارد المالية، لذلك أضحت تلعب دورا مهما و حيويا في تمويل منشآت الأعمال و مختلف المشاريع الإقتصادية التي تنجزها الدولة، مما جعلها أداة أساسية لتدعيم النمو الإقتصادي و تحقيق الرواج لقطاع المال و الأعمال، و دعم الأمن و الإئتمان المالي داخل المجتمع، و بالتالي تحقيق النهوض الشامل و المتسارع في مختلف جوانب الحياة.

إلا أن موضوع البورصة يُعتبر من المواضيع المستجدة في بلادنا، سواء من حيث الممارسة على مستوى الواقع (وجود البورصة)، أو من حيث مستوى الوعي و الثقافة حول هذا الموضوع لدى مختلف شرائح المجتمع، و الذي بالكاد ينعدم لأسباب متعددة، لذلك جاءت هذه الدراسة الموسومة: "سوق الأوراق المالية (البورصة) و الأدوات المالية محل التداول فيها" لرفع اللبس عن مختلف جوانب هذا الموضوع و تقييم واقعنا الحالي.

و لدراسة الموضوع الذي نحن بصدده الآن، و حتى تكون خطة الدراسة أكثر منهجية ومنطقية في آن واحد، و في سبيل خدمة هذا الهدف، ارتأينا أن نتطرق في الباب الأول إلى ماهية سوق الأوراق المالية و الأوراق المالية محل التداول فيها، و الذي نهدف من خلاله إلى الإحاطة النظرية بموضوع الدراسة في المرحلة الأولى و المُنْصَب حول البورصة و الأوراق المالية محل التداول فيها، لننتقل في الباب الثاني إلى تناول تنظيم البورصة و نظام عملها ومظاهر التجديد في أدواتها، مع تناول الجزء العملي من الدراسة من خلال الإقتراب إلى الواقع الإقليمي و المحلي.

إذن، نتناول في الباب الأول من هذه الدراسة ماهية سوق الأوراق المالية و الأوراق المالية محل التداول فيها، و مبرر تحديد هذا الباب بهذه الطريقة هو أنه لا يمكننا أن نتناول البورصة و الأوراق المالية محل التداول فيها في بابين منفصلين (بمعنى تناول البورصة في باب و الأوراق المالية في باب منفصل)، إذ لا يمكننا أن نتناول تعريف البورصة و تنظيمها ونظام عملها بالأخص في باب مخصص، دون أن تكون لنا معرفة بالأوراق المالية وخصائصها

و أنواعها و طرق إصدارها ...الخ، لذلك خلصنا إلى تناولهما في بابَيْ البحث بالتوازي مع بعضهما البعض (*En parallèle*)، و ذلك خدمة لهدف محاولة الوصول لأحسن طريقة لتقديم معلومات البحث.

لذلك، سنحاول في هذا الباب أن نضبط مفهوم البورصة و تناول بعض المفاهيم المرتبطة بها و المتداخلة معها، في فصل أول، و تناول الأوراق المالية محل التداول في البورصة و خصائصها و أنواعها ...الخ في فصل ثانٍ، و بالتالي نكون قد وضعنا الأرضية اللازمة من خلال هذا الباب لما سنتناوله في الباب الثاني.

و عليه، و انطلاقا مما سبق، نكون قد خلصنا إلى تناول هذا الباب وفق فصلين أساسيين كما يلي:

- ☜ **الفصل الأول:** ماهية سوق الأوراق المالية (البورصة): مفاهيم عامة؛
- ☜ **الفصل الثاني:** الأوراق المالية محل التداول في البورصة.

الفصل الأول: ماهية سوق الأوراق المالية (البورصة): مفاهيم عامة

سنحاول في هذا الفصل التعرض للتطور التاريخي للأسواق المالية، و مناقشة المفاهيم الأساسية من حيث الفكرة التي استندت عليها و المعاني المختلفة للأسواق المالية، و الوظائف التي تؤديها للإقتصاد الوطني، و شروط نجاحها، لنخلص إلى تناول أنواعها المختلفة والتحالفات فيما بينها، و العوامل المؤثرة فيها، و ذلك من خلال ثلاث مباحث أساسية، نتناولها تِبَاعًا من خلال ما يلي:

المبحث الأول: ضبط مفهوم البورصة

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية و تطورها التاريخي

إن انتشار شركات المساهمة، و إقبال الحكومات على الإقتراض خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، و أدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، و قد كان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا و إنجلترا و أمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة، و التي تسمى الآن بورصات الأوراق المالية.[1]

و قد ذكر البعض[2] أن تاريخ نشأة الأسواق المالية يرجع إلى الرومان حيث أنهم أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، و في العصور الوسطى اعتبرت كل من بروج و أنفير و ليون و أمستردام و لندن من المراكز المالية الهامة، حيث قامت فيها البورصات إلى جانب الأسواق التجارية، و تم فيها التبادل على السلع و النقود و الحوالات و أسهم الشركات التجارية.

و على الرغم من وجود مؤسسات للبورصة منذ قديم الزمان، إلا أنها لم تأخذ شكلها النهائي الذي نعرفه الآن منذ قيامها بل مرت بمراحل كثيرة متعددة.[3]

---

[1] د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية زكي قريقاص، البورصات و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، د.ت، ص 290.
[2] د. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 22 عن: د. محمد عبد الغفار الشريف، أحكام السوق المالية، ص ص 1279- 1280، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 6، الجزء الثاني، 1990.
[3] د. أحمد محمد لطفي أحمد، نفس المرجع، ص 22.

ففي آثينا وجدت السوق العظمى المسماة " *Emponium* "، و أقيمت في روما في القرن الخامس قبل الميلاد سوق مثلها باسم " *La Coolegia Mercatorum* "، و كانت تلك الأسواق تشبه إلى حد كبير بورصات التجارة في عصرنا الحاضر.[1]

إلا أنه - عند التطرق للظهور التاريخي للبورصة - ارتأينا أنه لا بدّ من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة؛ فلقد كلّف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة، و تطوّرت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان، و بعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية.

و في السنوات الأولى بعد الميلاد، دخلت تلك المهنة مرحلة سكون، لا بل غياب كامل - باستثناء المنطقة العربية - دام 550 عاماً، حيث عادت و ظهرت في شمال إيطاليا، عندما قرّر المشرعون الرومانيون في حينه وضع عدد كبير من القوانين و التشريعات المتعلقة بعمليات الإيداع و تبادل النقود، بعد ذلك احتلت الجمهوريات الإيطالية كـ " جنوة " و " فينيسيا " و"فلورنسا " بفضل تجارتها مع الشرق مركزاً مرموقاً على صعيد الإقتصاد الدولي، و بدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة، مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة، و لُقّب الأشخاص العاملون في تلك المهنة ما يعني بالإيطالية " المصرفيون "؛ بعد ذلك احتلت مدينة "بروج" البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية؛ فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال " الصرافة " في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع و شراء السلع، و من ثم كتابة بوالص التأمين، إضافة إلى كل ما يمتّ بصلة لعمليات بيع و شراء النقود.[2]

و تشير الدراسات إلى أن فكرة الأسواق المالية تستند (تاريخيا و إيديولوجيا) على نظرية آدم سميت التي ترتكز على فكرة تقسيم العمل، و تعتمد هذه الفكرة على حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من **التخصص** في الإنتاج تِبَعاً للمزايا النسبية، و قد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية، و ما يترتب على ذلك من إيجاد سوق متخصص

---

[1] أ. خليل الهندي و القاضي أنطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالية – ج 2: المفهوم القانوني للسوق المالية و مدى علاقتها بالنظام المصرفي،المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص 55.

[2] ما هي البورصة، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لتعليم التداول في العملات الأجنبية (الفوركس): http://www.forexpros.ae/education، د.ك، تاريخ النشر بالموقع: 2009/08/16، تاريخ التصفح: 2009/11/05، على الساعة: 16:05.

للأوراق المالية، و قد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم سوق بشكل عام، و الإدارة التي يتم التعامل بها في تلك السوق، و قد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليـــه حاليـــاً بعدة مراحل يمكن إيجازها في الآتي:

المرحلة الأولى:

تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة و محلات الصرافة و ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة، و إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية و عقارية ... الخ، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وبالتالي كِبَر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، و أصبح الفرد يعجز عن تمويلها، مما أدى إلى اللجوء إلى البنوك للإقتراض و ما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

المرحلة الثانية:

بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي، و هي خصم الأوراق التجارية و تقديم الإئتمان وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة الثالثة:

ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط و طويل الأجل، مثل البنوك الصناعية و الزراعية و العقارية و بنوك التنمية و الإستثمارات .. الخ، و أصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة و طويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال لكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، و يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة.

المرحلة الرابعة:

و ظهور الأسواق النقدية، حيث في هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، و هذا يعتبر بداية إنجاح السوق النقدي مع السوق المالي.

المرحلة الخامسة:

إندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية و اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الإتصالات المختلفة و ظهور البورصات المالية، و أصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات.

و لقد تعاظم الدور الإقتصادي للأسواق المالية إذ أطلق عليها اسم **" البورصات "** والتي انتشرت في معظم دول العالم، و يُرجِع بعض الكتاب مدلول كلمة " بورصة " إلى معنيين أساسيين:

الأول: هو اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه " فان دي بورص " ولذلك أطلق لفظ بورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار، و تتم فيه عمليات البيع و الشراء.

الثاني: فندق في مدينة بروج كانت تتزين واجهته بشعار عملة عليه ثلاث أكياس وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين و وسطاء ماليين لتصريف الأعمال؛ لذلك إذا رجعنا إلى تاريخ إنشاء البورصات في العالم نجد أن أول بورصة أنشئت كانت في بلجيكيا عام 1536، ثم في أمستردام عام 1608، ثم لندن عام 1666، ثم باريس عام 1808.[1]

هذا، و تشير مراجع أخرى إلى أن استخدام كلمة " بورصة " يرجع إلى عام 1549 عندما أصدر الملك هنري الثامن الأمر الملكي الذي تم به إنشاء بورصة "تولوز".

و في نفس الصدد، تشير دراسات أخرى إلى أن كلمة " بورصة " ترجع إلى اللقب الذي كان يلقب به تاجر كان يمتلك فندقا بمدينة " بروج " البلجيكية، و كان اسمه " *Van Der Burse* " (و في مراجع أخرى *Van Der Bürsen*)،[2] و قد كان هذا الفندق، الذي نقش فوق باب واجهته كيسين كبيرين من النقود، ملتقى التجار في هذه المدينة في القرن الخامس عشر،[3]

[1] د. عيسى حمد الفارسي، أ. سليمان سالم الشحومي، أ. هويدا مصطفى الفنيش، سوق الأوراق المالية في ليبيا: الواقع و الآفاق المستقبلية، بحث مقدم في شكل عرض تقديمي (*Présentation Powerpoint*)، د.ت؛ المصدر: محرك البحث على الشبكة العنكبوتية "*Google*"، تاريخ التصفح (إجراء البحث): 2009/06/19، على الساعة: 16:53.

[2] أنظر: حسام الدين محمد، ما هي البورصة و فوائدها للشخص؟، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لشبكة "إسلام أون لاين للبحوث و الدراسات"، وفق الرابط: http://www.islamonline.net/arabic/economics/index.shtml ، تاريخ التصفح: 2008/11/23 على الساعة: 10:15.

[3] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 10.

حيث أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال و بورصة للسلع؛ و كان نَشرُ ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة "أنفرز *Anvers* " بأمستردام.[1]

و من أقدم البورصات التي أنشأت بورصة " آنفر *Anvers*" ، فرانكفورت، برشلونة، ليون، بورصة نيويورك (1893)، و ليفربول (1873)، و نيو أورليانز (1880)؛ و في العالم العربي، بورصة الإسكندرية (1883)، و بورصة القاهرة (1890).[2]

و في نفس الصدد، تشير مصادر أخرى إلى أن أول بورصة للأوراق المالية ظهرت في فرنسا عام 1824، بموجب أمر ملكي، حيث استقرت في باريس بقصر "برونيار *Brongniart* "، نسبة للمهندس الذي كلفه نابليون ببناء قصر للبورصة، حيث تم الإنتهاء من بنائه سنة 1827؛[3] و في إنجلترا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه "*Royal Exchange*"، أيضا في أمريكا تم إنشاء أول بورصة عام 1821، و في نفس الشارع الذي كانت تتم فيه هذه المعاملات و هو"وول ستريت *Wall Street* ".[4]

و حتى القرن التاسع عشر كانت عمليات التبادل و الإتفاقيات التجارية و عمليات البنوك و البورصات تختلط فيما بينها من الناحية العملية في نشاط واحد.

هذا، و قد عرف العالم نوعين من البورصات أحدهما بورصة الأوراق المالية، و تتعلق بالتعامل في الأسهم و السندات، و الأخرى بورصة التجارة و يقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية و الصناعية.

و في القرن العشرين، أصبحت البورصة السوق الرئيسية للأوراق المالية، و مع مرور الزمن ازداد تنوع التعامل في الأوراق المالية داخل السوق سرعان ما راح البعض يستعمل أساليب احتيالية في البورصة للحصول على الربح غير المشروع و الإثراء السريع؛ و بالفعل أمكن للكثيرين أن يحققوا أموالا طائلة و بدأت المشاكل و التعقيدات تتفاقم، الأمر الذي أدى إلى

[1] حسام الدين محمد، ما هي البورصة و فوائدها للشخص؟، مرجع سابق، ص 01.
[2] أ. خليل الهندي و القاضي أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 55.
[3] Josette PEYRARD, La bourse, 5 ème Ed, Mets, 1997, P 13.
[4] د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية زكي قريقاص، البورصات و المؤسسات المالية، مرجع سابق، ص 290.

تـدخل الحكومـات لتنظـيم هـذه الأسـواق لحمايـة الإقتصـاد الـوطني و تـأمين مصـالح صـغار المساهمين، و ذلك بسن القوانين و التشريعات اللازمة.

و يمكن تقسيم البورصات من حيث إنشائها تاريخيا إلى أنواع، فإما أن تنشئها الحكومة (بورصة الأوراق المالية في فرنسا)، أو تنشئها الهيئات المهنية وحدها (كما في مصر والولايات المتحدة الأمريكية)، أو تنشئها السلطات العامة و التجارية (بورصة البضائع في فرنسا).[1]

و قد ظهرت الحاجة للبورصات كنتيجة منطقية لصعود و تطور الرأسمالية، وتوفر الإمكانية للتوسع في الأعمال بأكبر مما يتوفر لدى رجال الأعمال من رؤوس أموال، في عصر كان التوسع الرأسمالي فيه بالغ السرعة، في ظل تواتر دخول العديد من بلدان العالم إلى مرحلة التطور الرأسمالي،[2] و قد ارتبط تطور البورصات أو أسواق الأوراق المالية بالتطور الإقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم.

فالإستقراء التاريخي مع بداية القرن العشرين، أمكننا من ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسّجلة في البورصة، مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات في كافة البورصات الدولية؛ ففي الحقيقة، ساعدت غزارة الإدخار المتحقق في القطاع العائلي في بريطانيا و فرنسا و الولايات المتحدة و اليابان إلى انطلاقة قوية في موضوع الإصدارات الأجنبية الجديدة، و بالطبع عادت و انخفضت هذه الأخيرة في فترة ما بين الحربين العالميتين، لتظهر بقوة فائقة منذ بداية عقد الخمسينيات.

و أخيراً؛ و مع نهاية عقد الثمانينات يمكننا أن نلاحظ بأن ترتيب البورصات الدولية قد تغير لصالح الولايات المتحدة و اليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها، و تعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى بالتناوب إما لبورصة نيويورك أو لبورصة طوكيو تاركة وراءها البورصات الأوربية لندن، فرانكفورت، باريس.. الخ.[3]

---

[1] أ. خليل الهندي و القاضي أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص ص 55-56.

[2] أحمد السيد النجار، ظهور البورصات وتطورها، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لشبكة المدد الإعلامية، وفق الرابط: http://www.elmadad.com/userinfo.php?، تاريخ التصفح: 2006/11/03، على الساعة 10:15.

[3] ما هي البورصة، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لتعليم التداول في العملات الأجنبية (الفوركس)، مرجع سابق.

المطلب الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية (البورصة)

قبل التطرق إلى بورصة الأوراق المالية، ارتأينا أنه من الأجدر التطرق إلى السوق المالية عموما قبل الوصول إلى بورصة الأوراق المالية، على اعتبار أن هذه الأخيرة تدخل ضمن الأسواق المالية، لذلك يجدر بنا الإحاطة بمفهوم هذه الأخيرة أولا.

يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراده و مؤسساته و قطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، و إنما في معاملات محددة... و هكذا يمكن القول أن السوق المالية تشتمل على البنك المركزي، و البنوك التجارية، و شركات التأمين، و شركات الإستثمار المالي، والمؤسسات المالية، و بورصات الأوراق المالية، وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية.[1]

لذلك، و كتعريف للأسواق المالية: هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)، حيث تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، و بالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي، أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحدا من أهم عوامل الإنتاج؛ إذن، فالوظيفة الإقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل استخداماتها (الإستثمارات).

هذا، و تشتمل أسواق المال على كل من: المدخرين، و المستثمرين، و المنشآت المالية، و الأدوات المالية، حيث أنه يوجد في كل مجتمع وحدات (أفراد، شركات، و منظمات حكومية) لديها فائض و لكنها لا تستطيع استثمارها بنفسها، لعدم وجود ملكة الإستثمار أو عدم وجود الوقت و الجهد الكافيين للإستثمار؛ و في المقابل هناك وحدات تستطيع الإستثمار و لكن يعوزها المال، لذا، فإن الأسواق المالية تساعد على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، من خلال المنشآت المالية و الأدوات المالية، و ذلك لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين، لكل أو بعض الأسباب التالية:

---

[1] د. كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، طبعة تمهيدية، جامعة اليرموك / إربد، الأردن، د.ت، ص 3، بتصرف.

- ⇐ عدم معرفة كل طرف للآخر؛
- ⇐ عدم وجود الثقة بين الطرفين؛
- ⇐ الإختلاف حول سعر الأموال؛
- ⇐ الإختلاف حول آجال استحقاق الأموال؛
- ⇐ الإختلاف حول درجة المخاطرة في الإستثمار.

هذا، و تنقسم **الأسواق المالية** إلى نوعين:

أولا: أسواق النقد

و تنتقل فيها الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية مثل: الودائع، و القروض، و أذونات الخزانة، و شهادات الإيداع القابلة للتداول، القبولات المصرفية، و الأوراق التجارية، و غيرها؛ و من أهم المنشآت المالية التي تعمل في أسواق النقد البنوك التجارية.

ثانيا: أسواق رأس المال (أو أسواق الأوراق المالية)

وهي **البورصات** أو هي أسواق تداول الأوراق المالية (*Stock Exchange Bourse*)، و فيها تنتقل الأموال من الأفراد و الشركات المدخرين إلى الشركات المستثمِرة، من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم و السندات.[1]

كما تم تعريفها بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم و السندات داخل السوق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال؛ ولكن مع نمو شبكات و وسائل الإتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر

[1] د. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا، الطبعة الأولى، 2000، الإسكندرية، ص 21.

سوق الأوراق المالية المركزي، و بالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول.[1]

كما عرفت بأنها " أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قِبل ومُعْلَن عنها على القيم المنقولة، و ذلك عن طريق وسطاء محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للقيم المنقولة أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع ".[2]

و عرفت أيضا بأنها ذلك المكان العمومي الذي يلتقي فيه المحتاجون لرؤوس الأموال من أصحاب المؤسسات، الجماعات المحلية و الدولة (بقصد إنشاء و توسيع المشاريع) والمستثمرون الذين استطاعوا أن يجمعوا و يجندوا الإدخار بقصد توظيفه في شراء الأسهم والسندات، و أهم هؤلاء المستثمرين: الأفراد، المستثمرون التأسيسيون (*Institutional Investors*)، البنوك و تجمعات التوظيف المشترك (*Unit Trust*)، و كذا المؤسسات التي عادة ما تكون طالبة لرؤوس الأموال، و لكن قد توظف بدورها أموالا في الأوراق المالية.[3]

و عرفها المشرع الجزائري بأنها: " إطار تنظيم و سير العمليات المتعلقة بالقيم المنقولة التي تصدرها الدولة و الأشخاص الآخرون من القانون العام و الشركات ذات الأسهم ".[4]

كما عرفت أيضا بأنها سوق تُتَداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي، أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة، و هي بذلك توفر المكان و الأدوات والوسائل التي تمكن الشركات و السماسرة و الوسطاء و الأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات و المعاملات بيعا و شراء بسهولة و سرعة ويسر، حيث أن فاعلية البورصة تقاس بعدة مقاييس، أهمها:

⇐ مقاييس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات؛

⇐ مقاييس الدقة و الصحة و عدم حدوث الخطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر؛

---

[1] مقدمة عن أسواق الأوراق المالية، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني للمعهد العربي للتخطيط بالكويت، وفق الرابط: http://www.arab-api.org/course9/c9_1.htm ، تاريخ التصفح: 2006/11/23، على الساعة 10:00.

[2] د.عبد الغفار حنفي و د. رسمية قريقاص، الأسواق و المؤسسات المالية: البنوك و شركات التأمين و البورصات و صناديق الإستثمار، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1997، ص 438.

[3] د. محفوظ جبار، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، دار هومة، 2002، ص ص 45-46.

[4] المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، و المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية رقم 34/93.

⇐ مقاييس الفاعلية (*L'efficience*) في رصد و تسجيل و نشر و إتاحة البيانات والمعلومات بشكل فوري سريع.

فالبورصات، مثلها مثل أي مؤسسة، إذا لم تحقق أهدافها أو تعمل على مواكبة التغييرات والمستجدات الحياتية في أساليب التعامل و تطور أشكاله و تعدد أنواعه، فإنها فقدت مبررات وأسباب وجودها و استمرارها، و يصبح من المنطقي اختفاؤها أو تكميش الدور الذي تمارسه وتقوم به.[1]

إذن، يمكننا تعريف البورصة بأنها: " مكان محدد و معلوم مسبقا، يلتقي فيه المتعاملون من بائعين و مشترين للقيام بعمليات البيع و الشراء في إطار من الشفافية و المنافسة الكاملة، حيث تتحدد بناء على هذه العمليات أسعار السندات هبوطا، صعودا، أو ثباتا، كما تتم بموجبها المعاملات من الناحية القانونية الإقتصادية و المالية "، فعن طريق البورصة تتم:

- عمليات التبادل بين البائع و المشتري، حيث تحرك كل منها رغبة في الربح؛
- عمليات نقل الملكية؛
- عمليات نقل الحيازة.

و تختلف بورصة الأوراق المالية عن بورصة السلع في أن هذه الأخيرة - و التي تسمى **بورصة التجارة** - تتم فيها العمليات حول بعض أنواع السلع (البن، السكر، القطن، الشاي ...)، و كذا عقود مختلفة خاصة بالتجارة البحرية، و يسمى الوسطاء فيها بسماسرة السلع، و تسمح بذلك بالوصول إلى سعر مناسب لكل الأطراف، و الذي يمثل قيمة السلع المتعامل بشأنها في وقت معين.[2]

كما تختلف بورصة الأوراق المالية عن **السوق النقدي** حيث يتداول في هذا الأخير السندات ذات الأجل القصير (الأوراق التجارية)، أما سوق الأوراق المالية فهي السوق التي تُتَداول فيها السندات ذات الأجل الطويل.

---

[1] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 11.

[2] René RODIERE, Roger HOUIN, droit commercial, précis Dalloz, Tome I, 6ème édition, Paris 1970, P 674 et 659.

كما أن مفهوم النقد هنا يرتبط بفكرة السيولة و إمكانية استعمالها، حيث أن التعاقد قصير الأجل يسمح باسترجاع، و بسرعة، السيولة التي استعملت في التعامل حول هذه السندات، بينما استعمال النقود في التعامل في السندات طويلة الأجل يجعل من فقدان السيولة يمتد طويلا، واسترجاعها بذاتها غير مؤكد، لأن التعامل في هذا المجال يستغرق وقتا طويلا، إذ يعد استثمارا حقيقيا.[1]

و تشكل البورصة ركنا هاما من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الإقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على النشاط الفردي و الحرية الإقتصادية، فهي تسعى إلى تشجيع الإدخار لدى الأفراد و تنميته، و ذلك من أجل تمويل المؤسسات التي تستثمر في مختلف القطاعات، مما يساعد على تنمية الإقتصاد الوطني و تطوره، إذ تقوم بتجميع مختلف المدخرات بكافة أشكالها وأجلها و إعادة استثمارها، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، فالعلاقة مباشرة بين النمو الإقتصادي و زيادة الكفاءة الإنتاجية من جهة، و بين نمو سوق رأس المال المحلية، و بصفة خاصة سوق الأوراق المالية من جهة أخرى.[2]

☜ البورصة أداة لجمع الإدخارات:

تتراوح نسبة ادخار المواطنين في الدول المتقدمة بين 10 و 15 % من دخولهم، علماً بأن المتوسط العالمي هو 13 %.. و يتوجه هذا الإدخار الوطني في الإتجاهين التاليين:

- ⇐ الأصول المادية، كالأراضي و العقارات... الخ؛
- ⇐ الأصول المالية، التي تتضمن أساساً التوظيفات السائلة، كدفاتر الإدخار والإيداعات على المدى الطويل..، و كذلك في القيم المنقولة كالأسهم و السندات التي تختلف فيما بينها بحسب توجهها للمدى المتوسط أو للمدى البعيد، و من خلال توظيف المدخرات و جمعها و مقارنة المردودية لأنواع مختلفة من الإدخارات الفردية أو الجماعية أو المؤسسات المالية أو الدولة أو النشاط الأجنبي.

☜ البورصة.. أداة لدوران و انتقال رؤوس الأموال:

[1] Henri GUITTON, économie politique, précis Dalloz, Tome II, 4ème édition, Paris 1965, P 27.

[2] الموسوعة الشاملة لسوق الأوراق المالية، دراسة منشورة في الموقع الإلكتروني لمنتدى سيدات الأعمال، و ذلك وفق الرابط: http://www.vipmiss.com/vb/showthread.php?t=34052 ، تاريخ التصفح: 2009/11/05،على الساعة: 14:06.

على الرغم من أن ثروات الطبقات البرجوازية الوسطى والكبرى في أوربا تتضمن الكثير من التوظيفات غير الإنتاجية، إلا أنه لا أحد ينكر أن هناك رأس مال عائلي هام جداً في القطاعات الصناعية و التجارية و المالية، حيث تُشكّل البورصة بالنسبة لها أداة ضرورية وهامة جداً لدورانها و انتقالها.[1]

و تكتسب البورصات أهمية كبيرة في الدول ذات النظام الرأسمالي لأن البورصة هي أحد ركائز هذا النظام، أما في دول الإقتصاد الموجه فإن الأمر يختلف تماما، فالدولة بحكم أنها تأخذ في يديها بزمام النشاط الإقتصادي، فإنها إما أن تغلق البورصات، و إما أن تراقب نشاطها بقسوة شديدة، بحيث تتدخل في تحديد الأسعار، و عندئذ تصبح العمليات في البورصة زائفة، حيث تتعطل عمليا وظيفة البورصة الأساسية المتمثلة في كونها سوقا مثاليا يتلاقى فيه العرض و الطلب.

و لذلك، كانت البورصات الرئيسية في العالم واقعة في دول العالم الحر، و التي نذكر منها: بورصة لندن، بورصة نيويورك، بورصة باريس، بورصة أمستردام، بورصة بروكسل، بورصة ليكسومبورغ، بورصة فرانكفورت، بورصة جونيف، بورصة جوهانيسبورغ، بورصة ميلانو، بورصة مدريد، بورصة تورنتو، بورصة طوكيو و بورصة فيينا؛ و قد أنشئ إتحاد عالمي لبورصات الأوراق المالية سنة 1961 لتنظيم التعاون بين أسواق العالم الدولية.[2]

ثالثا: البورصات الرئيسية في العالم

إن أهم البورصات في العالم حاليا هي: نيويورك، لندن، طوكيو، حيث تعتبر من أهم البورصات في العالم على الإطلاق، نظراً لحجم التعامل فيها، و كذا تأثيرها على الإقتصاد والتجارة و سوق التداول في البورصات العالمية:

1) بورصة نيويورك أو " وول ستريت *Wall Street* ":

و سميت ببورصة وول ستريت نسبة للشارع المتواجدة فيه بنيويورك (شارع وول ستريت)، و تمثل هذه البورصة سوقاً لحوالي 50 % من الإنتاج القومي الأمريكي الخام،

[1] ما هي البورصة، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لتعليم التداول في العملات الأجنبية (الفوركس)، مرجع سابق.
[2] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 22-23.

وهـي التـي تـدير كافة الإقتصاد الأمريكي، و يمـثل مـؤشر " داو جونز *DAW JONES* " الممثل للشركات الكبرى (*DJIA*)، و كـذا مـؤشر " نـاسداك *NASDAQ*" الممثل لـقطاعات التكنولوجيا و المعلوماتية و الإتصال أهم المؤشرات السائدة في التداول،[1] و هذه البورصة من أقدم البورصات، و هي التي بدأت منها الأزمة الإقتصادية العالمية في سنة 1929.[2]

و تحتل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من ناحية التقدم في أسواق المال، حيث يوجد أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، و يشهد على ذلك ما هو موجود في "وول ستريت *American Stock Exchange*" و "مجلس شيكاجو للتجارة *Chicago Board Trade*"، و تتميز أسواق المال الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة (كما سنرى في الباب الثاني عند تناولنا للأدوات المالية المستحدثة)، حيث يتم التعامل في عقود المستقبليات و الخيارات، و التي خرجت إلى النور بداية السبعينيات.[3]

2) بورصة طوكيو:

أو بـورصة كـابوتوشو (*Kabuto- cho*) نسبة لاسم الشـارع المتـواجدة فيه أيضاً، وقد وضـعت حسـب إحصائيات عام 1990 في المرتبة الأولى عالمياً من حيث حجم التداول فيها، و الذي وصل إلى 3 مليار دولار، أي 40 % من مجموع التداول العالمي آنذاك، و هو رقم ضخم جداً، كما تمثل سوقاً لـ 130 % من الإنتاج القومي الياباني الخام.[4]

و قد كانت تتنافس يومياً كلٌّ من بورصة نيويورك و بورصة طوكيو على احتلال المرتبة الأولى في العالم من وجهة نظر حجم الرساميل و الصفقات المبرمة فيهما منذ نهاية عقد السبعينات، إلاّ أنه، و منذ بداية عقد التسعينات (و بالتحديد منذ حرب الخليج الثانية 1990-1991)، تراجعت بورصة طوكيو إلى المركز الثاني بعد بورصة نيويورك، و ذلك بسبب انخفاض القيمة السلعية للمنشآت اليابانية، الذي يعود لأسباب متعددة جداً، نذكر منها: انهيار أربعة من أهم و أكبر بيوت الوساطة المالية في اليابان، و تبني سياسة قصيرة أو " تقشفية "

---

[1] " ناسداك *NASDAQ* " هو اختصار للعبارة: ***N****ational* ***A****ssociation of* ***S****ecurities* ***D****ealers* ***A****utomated* ***Q****uotation* أي : "الجمعية الوطنية للتسعير الآلي للسندات"، و هي سوق للتسعيرات الآلية، و " ناسداك " هي البورصة الثانية في الولايات المتحدة من حيث حجم التداول.

[2] البورصة، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني "نبع الجزائر" الخاص بالطلاب، وفق الرابط: http://www.2algeria.com/?p=188 ، د.ك، تاريخ التصفح: 2009/06/19، على الساعة: 16:53.

[3] أنظر: د.عبد الغفار حنفي و د. رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين – شركات الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 279.

[4] البورصة، نفس المرجع.

لمنح القروض و العمليات التسليفية من قبل المصرف المركزي الياباني، و حصول العديد من الفضائح المالية بين رجال السياسة و رجال المال في قلب بورصة طوكيو، و انهيار الأسعار في سوق العقارات، و أخيراً تراجع النشاط الصناعي و تباطؤ الإستثمار.

و تأتي بورصة لندن دائماً بالمرتبة الثالثة عالمياً و الأولى أوروبياً منذ أكثر من عشرين عاماً خلت، مخلفة وراءها فرانكفورت و باريس و ميلانو.. الخ.[1]

3) بورصة لندن:

تحتل لندن السوق الأولى من ناحية عدد الخطوط المقيدة بالبورصة، من حيث قيمة رسملة التعامل و حجم العمليات، و تعود أهمية بورصة لندن إلى تاريخ اقتصادي حافل، هو تاريخ إنجلترا التي كانت القوة التجارية و الصناعية العظمى حتى نهاية القرن التاسع عشر، تاريخ تبعه سوق مالي كان قادرا على مواجهة متطلبات مشروعات تلك القوة العظمى.

و يمكن القول أن التاريخ الحديث لبورصة لندن قد برز عام 1982، مما أطلق عليه ثورة خلق العالم *Big bang* ! فمنذ هذا التاريخ، و في مواجهة منافسة شرسة من وول ستريت و طوكيو، أخذت لندن في تحرير سوق المال، خاصة في مجال التشريعات و القيود المفروضة على الممارسين، و استخدام نظام تكنولوجي متقدم للتسعير في البورصة.[2]

إذن، تعتبر بورصة لندن - إلى جانب بورصة طوكيو - من أكبر البورصات خارج نيويورك، و قد تم إعادة تنظيم هاتين البورصتين أخيرا، و جدير بالذكر أن حجم تداول الأوراق المالية الأجنبية في هاتين البورصتين مرتفع للغاية، فبالنسبة لبورصة لندن بلغ التسجيل فيها 680 ورقة مالية أجنبية في نهاية عام 1989 (بالإضافة إلى 2031 ورقة من المملكة المتحدة).[3]

و بعد هاته البورصات العالمية تأتي بورصات هون كونج، باريس، و فرانكفورت وغيرها من البورصات العالمية، دون أن ننسى الأهمية المتزايدة لبورصات بلدان جنوب شرق

---

[1] ما هي البورصة، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لتعليم التداول في العملات الأجنبية (الفوركس)، مرجع سابق.
[2] أنظر: د.عبد الغفار حنفي و د. رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص ص 280-281.
[3] أ.د. محمد صالح الحناوي و د. جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 70، بتصرف.

آسيا، على الرغم من الكوارث المالية التي حصلت فيها بدءاً من النصف الثاني من عقد التسعينات.

المطلب الثالث: شركات المساهمة و مكانتها في نظام البورصة

إن الشركات هي الجهة الوحيدة التي تملك الحق في طرح الأوراق المالية في البورصة، و يشترط في الشركة التي تقوم بطرح أوراقها في البورصة أن تكون من الشركات التي تصدر صكوكا قابلة للتداول، أي يجب أن تكون من شركات المساهمة، وشركات التوصية بأسهم، أما بالنسبة لشركات الأشخاص التجارية و المدنية فإن رؤوس أموالها لا تتكون من أسهم قابلة للتداول، بل من حصص لا تقبل التداول بالطرق التجارية.

و لما كانت الحصص في هذه الشركات كبيرة القيمة عادة، و ذات طابع شخصي، فلا ينسجم تداولها مع نظام البورصات، و من ثم وجب القول بأن حصص الشركاء في شركات التضامن و التوصية البسيطة و الشركات ذات المسؤولية المحدودة، و الشركات المدنية ليست أوراقا مالية بالمعنى المقصود عند الحديث عن البورصة.

و إذا كانت القاعدة أن طرح الأوراق المالية في البورصة قاصر على الشركات فإن أغلبية التشريعات تجيز للحكومات و الهيئات العامة إصدار أوراق معينة بشروط معينة.[1]

و ترتبط أهمية أسواق الأوراق المالية، بتعاظم دور شركات المساهمة الكبيرة، و التي تتمتع بمرونة عالية تجاه حركات الأسعار، و التغييرات التي تحدث في الإقتصادَين المحلي والدولي، و يتحدد التوجه نحو أسواق الأوراق المالية بما يتناسب مع حجم هذه الشركات، وأغراض الإستثمار، و إعادة الإستثمار، و الإقتراض، و توسيع قاعدة الحصص المالية، و عدد المساهمين...الخ.[2]

و في هذا الصدد، أشارت دراسة أعدها قطاع التخطيط في وزارة الإقتصاد لدولة الإمارات العربية المتحدة، إلى أن الشركات المساهمة العامة تعتبر من أفضل التنظيمات الإقتصادية التي يمكن من خلالها توفير أكبر قدر ممكن من المدخرات و توظيفها في المجالات

---

[1] د.أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 43-44، بتصرف.
[2] أ.د هوشيار معروف، الإستثمارات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، 2009، دار صفاء، عمان - الأردن، ص 72، بتصرف.

الإقتصادية المنتجة، إذ أن هذه الشركات تقوم على أساس تجميع الأموال اللازمة، من خلال طرح رؤوس أموالها للإكتتاب العام من قبل الجمهور، مما يتيح للجميع المشاركة بمدخراتهم في امتلاك مجموعة من أسهم الشركة، و تشجيعهم للمساهمة في النشاط الإستثماري عن طريق الدخول في البورصة.

إضافة إلى ذلك، فإن هذا النوع من الإستثمارات يوفر للمساهمين قدراً من السيولة للأصول الإستثمارية التي يملكونها، حيث يمكن في أي وقت من الأوقات، بيع الأوراق المالية الممثلة لحقوق الملكية في أسهم هذه الشركات، و الحصول على أثمانها، و خاصة، في حال وجود سوق ثانوية رائجة لهذه الأوراق.

إلى جانب ذلك، فإن الإمكانات التمويلية الضخمة التي يمكن توفيرها من خلال هذا النوع من الشركات، و من خلال خضوعها لملكية قاعدة عريضة من المساهمين، تتيح لهذه الشركات إمكانية الحصول على أكبر قدر ممكن من الوسائل و الخبرات الفنية والإدارية المتقدمة، مؤكدة أن مساهمة هذه الشركات في خلق قاعدة اقتصادية قوية، يتم من خلال تحقيق الانسجام بين الأهداف الخاصة و المادية لهذه الشركات، من جهة، والأهداف العامة للمجتمع من جهة أخرى.[1]

إذن، فشركات المساهمة تعتبر العنصر الأساسي في خلق سوق مالية متطورة للتداول، وأداة مهمة يمكن استخدامها بفاعلية في توجيه مزيد من الموارد المالية نحو الإستثمار والتشغيل، و توظيف الفوائض المالية في هذا النوع من الشركات، و كلما كان هذا النوع من الشركات رائجا في الإقتصاد المحلي، كلما زادت أهمية الدور الذي تلعبه البورصة، و زادت مكانتها، باعتبارها الوسيط بين الأعوان الذين يحوزون على الفوائض المالية، و شركات المساهمة التي ترغب في توسيع نشاطها، و يعوزها المال لتحقيق ذلك، و نظرا إلى أن شركات المساهمة هي أساس وجود الأوراق المالية محل التداول بالبورصة بأنواعها، يحق لنا أن نقول بأن شركات المساهمة هي حجر الزاوية بالنسبة لنظام البورصة.

---

[1] تقرير عن مراحل تداول الأسهم في دولة الإمارات، دراسة أعدها قطاع التخطيط في وزارة الإقتصاد لدولة الإمارات العربية المتحدة، عن حاتم فاروق، الموقع الإلكتروني لمنتدى شبكة الإمارات للأوراق المالية، وفق الرابط: http://uaesm.maktoob.com/uaesm، تاريخ التصفح: 2008/08/23، على الساعة: 14:05، بتصرف.

فالبورصة لا يمكن أن نتصورها من دون شركات ذات أسهم، على اعتبار أنه يتم التعامل، داخل البورصات، في أدوات تعتبر محل حقوق على عاتق شركات المساهمة (حقوق ملكية أو حقوق دين، أي الأسهم و السندات)، و إنشاء مؤسسات توفر أسهما - رأسمالية - يعتبر شرطاً أساسياً لنجاح التمويل عن طريق البورصة[1]، هذا من جهة، و بالمقابل، تعتبر البورصة أداة فعالة في خدمة شركات المساهمة عند حاجتها للتوسع، باللجوء إلى السيولة التي توفرها البورصة، أي أنها أداة تمويل لشركات المساهمة عند الحاجة، و أداة استثمار بالنسبة للجمهور الراغب في الإستثمار من خلال هذه الأخيرة، من جهة أخرى.

المبحث الثاني: وظائف البورصة، شروط نجاح دورها، و النصوص التشريعية التي تحكمها

المطلب الأول: وظائف أسواق الأوراق المالية

لقد تناول العديد من الكتاب تحديد وظائف بورصة الأوراق المالية من أكثر من زاوية، و بالرغم من تعدد و تنوع هذه الوظائف إلا أنه يمكن تجميعها في وظيفتين أساسيتين، و ذلك إلى جانب بعض الوظائف الأخرى التي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له البورصات، و ما يستتبع ذلك من الحاجة لتحسين أداء هذه البورصات؛ ويمكن تلخيص هذه الوظائف في الآتي:

1- ضرورة إتاحة سوق مستقرة للأوراق المالية و ذلك لتمكين المستثمر من استرداد مدخراته:

فالمستثمر يُقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت و استعادة قيمتها عند الحاجة إليها؛ فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد (طبيعيين أو اعتباريين) المستثمرة في شكل أسهم و سندات، و المعروف أن دوافع الإدخار لدى هؤلاء متنوعة، و بصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقا لظروفه الطارئة، و التي لا تكون محددة بزمن معين، كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة؛ كما أن صاحب السهم لا يستطيع استرداد مدخراته في أي وقت، ذلك أنها تتحول إلى موجودات

[1] د. كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 3.

(أصول) في المنشأة، و تبقى طالما أن المنشأة باقية، و من هنا يتمتع حملة هذه الأسهم بالحق في التنازل عنها لشخص آخر بالبيع أو أي وسيلة أخرى، و بهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن **من ناحية عرض المدخرات** و تلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على استثماراته لتلبية حاجياته، و **من ناحية الطلب** والتي تتطلب بقاء الأموال المكتتب فيها لتمويل الإستثمارات المختلفة، و إلا تعرض اقتصاد الدولة كله لهزات عنيفة، فالبورصة هي **الجهاز الذي يمكن أن تتحقق به سهولة تسويق الإستثمارات، و مساعدة الأفراد على التخلص منها في أي وقت.**

و لكن نجاح جهاز البورصة على تحقيق هذه الوظيفة الأصلية و هي السرعة التي تساعد المستثمر على التخلص فيها من استثماراته في أي وقت، إلى جانب إعطاء الحق للمساهم في التنازل عن أسهمه يتطلب أمرين:

- ☜ إيجاد طبقة من الوسطاء يقومون بعملية البيع و الشراء، سواء لحسابهم أو لحساب الغير، و بذلك يهيئوا للمستثمر سوقا مستمرا لما يمتلكه من أوراق مالية، و هذه الخطوة جاءت مع الخطوة الأولى في ذات الوقت.
- ☜ وجود نشاط في التعامل في هذه الأوراق بالقدر الذي يسمح بتحقيق رغبات المستثمرين، و درجة التعامل بمثابة دعاية طيبة للإستثمار في الأوراق المالية، فكلما كان هناك نشاط في التعامل دل ذلك على ارتفاع درجة السهولة في تسويقها، و العكس صحيح.

و عموما، يتوقف نشاط التعامل على مجموعة من العوامل بعضها داخلي خاص بالبورصة، و بعضها خارجي يتعلق بحجم قاعدة الملكية للأسهم و السندات المقيدة بالبورصة، فكلما كبرت هذه القاعدة كلما كانت احتمالات البيع و الشراء كبيرة، و بعكس ما إذا كانت هذه الملكية مركزة في أيدي قلة من المستثمرين يصعب معها وجود البائع والمشتري وقت اللزوم.

و عموما، رغم تعدد العوامل التي قد تؤثر على هذه الوظيفة الآن في البورصة بأجهزتها و تنظيمها، فإنها تهيئ الظروف لاتجاه سرعة تسويق الأوراق المالية المقيدة بها.

2- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

و هذه الوظيفة الأساسية الثابتة مرتبطة ارتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى، فلا يجب أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، و هذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على

أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك، فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسبا لاستثماراته، و البورصة لها دور في تحقيق عدالة الأسعار، وذلك من خلال الإلتقاء الواسع للطلب و العرض معا، فهي - بما لديها من أجهزة و إمكانات واتصالات السماسرة ببعضهم و اتصالاتهم بعملائهم بوسائل الإتصال المختلفة - تعمل على تجميع الطلب و العرض في مكان واحد مما يترتب عليه سعر عادل للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع مضطرا بخسارة.

أيضا تساهم البورصة في تحقيق السعر المناسب، و ذلك عن طريق إلزام الشركات المقيدة بها - طبقا للوائح بعض البورصات - بضرورة مدها بالمعلومات الكافية التي تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم، و بذلك يتمكن المتعاملون من تقييم الأوراق المتداولة على أسس معلومة، و التصرف على أساس مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، و بالتالي تنخفض أعمال المضاربة التي ليس لها أساس اقتصادي سليم، و التي تحدث نتيجة لجهل المتعاملين بخصائص ما يتعاملون فيه من أوراق مالية؛ و إلى جانب هاتين الوظيفتين هناك وظائف أخرى تابعة و مكملة للوظائف الرئيسية منها:

☜ **تفادي التقلبات العنيفة للأسعار:**

إن الطابع المميز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة الإنفعالات لسماع أي أخبار، و ما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول، و التي تتوقف على مدى التشاؤم أو التفاؤل، و البورصة في هذا المجال تقوم بدور لكسر حدة هذه التقلبات التي ترجع أساسا للإنفعالات و التي قد تكون خاطئة، و يتحقق ذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وعملاؤها المحترفون بتلقي أثر هذه الإنفعالات، فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم، و كذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبرر له، و يساعد ذلك على كسر حدة هذا الإرتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار؛ و بعد أن تستقر الأمور و تهدأ الإنفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام به، إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية.

☜ **توفير فرص استثمارية متنوعة و متفاوتة من حيث المخاطر:**

و ذلك من خلال كثرة و تنوع الأوراق المالية من جانب، و توفير البيانات و المعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل و حركة الأسعار بها، و هذا يُمَكِّن المستثمر من مقارنة و دراسة الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، و بالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق التي يرغب في الإستثمار فيها.

☜ **مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل:**

حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشآت المقيدة بالبورصات في شكل أسهم و سندات، يكون أكبر مما لو كانت هذه الأوراق المالية لشركات غير مقيدة بالبورصة، لأن قيد هذه الأوراق في البورصة يعتبر نوعا من الإعتراف بقدرة هذه المنشأة و كفاءتها، بما يخلق درجة معينة من الإطمئنان و الثقة في أوضاعها، و يسهل هذا من توجيه المستثمرين لمدخراتهم نحو هذه الأوراق المالية، و بالتالي تحصل المنشأة على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل.

- **تعتبر البورصة مؤشرا للحالة الإقتصادية:**

فالبورصة تساعد في تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الإقتصادي و تسجيلها؛ فحجم المعاملات ينم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، و كذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة، و بالإضافة إلى ما سبق فإن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج، و مما لاشك فيه أن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمرين للأوراق المالية التي تُدِرُّ عليهم الأرباح التي يرغبونها.

مما تقدم تتبين لنا أهمية وجود البورصة، فهي في الواقع تؤدي وظيفة اقتصادية عامة لكل من المنشآت المصدرة للأوراق المالية و المستثمرين في تلك الأوراق، كما أن كونها تجمع بين البائع و المشتري في مكان واحد يساعد هذا على سهولة تداول الأوراق المالية، من حيث توفير ركن العلانية للمستثمر عن مركز الشركة المالي، و حالة الطلب والعرض على أي ورقة

مالية و اتجاه الأسعار، و هذا كله يساعد بدوره على جذب المستثمرين و توجيه مدخراتهم المالية ووضع خططهم الإستثمارية نحو هذه المنشآت.[1]

و بالإضافة إلى هاته الوظائف التي تؤديها البورصة، هناك وظائف أخرى اقتصادية بالدرجة الأولى تؤديها البورصة لصالح الإقتصاد الوطني، و التي ندرجها من خلال ما يلي:

الوظائف الإقتصادية للبورصة:

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الإقتصادية، و إذا ما حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن أن تؤديها بالنسبة للإقتصاد القومي، فيمكن حصرها فيما يلي:

1. تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية، و توجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد الوطني؛ حيث تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الإدخار الإستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، و من ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، و هذا يساعد على خدمة أغراض التنمية و الحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الإستثمارات الملائمة (سواء في الأسهم أو السندات)، وذلك وفقا لاتجاهات الأسعار.
2. المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين)؛ فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الإستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، و عندما يقوم المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، و بالتالي زيادة مستوى المعيشة، ليس فقط للمقترضين، بل لكل فئات المجتمع.
3. المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة، ازدياد اِلتِجاء الحكومات إلى الإقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل

[1] د.عبد الغفار حنفي و د. رسمية قريقاص، مرجع سابق، ص ص 287-292.

مشروعات التنمية، و ذلك عن طريق إصدار السندات و الأذون التي تصدرها الخزينة العامة ذات الآجال المختلفة، و من هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال، لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

4. المساهمة في دعم الإئتمان الداخلي و الخارجي، حيث أن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تُعَد مظهرا من مظاهر الإئتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الإئتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

5. المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية؛ و هو ما يصاحبه نمو و ازدهار اقتصادي؛ و هذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية، يمكن إيجازها فيما يلي:

- كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.
- كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.
- عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
- الأمان: و يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس، و غيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف.

6. تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر المفاوضة أو المزايدة (المزاد العلني)، و التي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات و الجهات الإقتصادية من نشر لكافة البيانات المتعلقة بالشركات و صكوكها وأرباحها و مراكزها المالية؛ و هو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية؛ ويمثل هذا السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب *Hightest Bid*) وللمشتري (أدنى سعر عرض *Lowest Offer*).

7. إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات و المشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين و تبصيرهم بواقع الشركات و المشروعات، و يتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ و هو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها، أملا في تحسين مركزها.[1]

8. إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار، و ظروف الإستثمار، و معدلات الإدخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات، و عروض البيع، و طلبات الشراء في سوق للمزايدة، تتحدد فيها الأثمان و الأسعار من خلال قوى العرض و الطلب، و يتم نشرها من قبل إدارة السوق، و يعتمد الأفراد و المشروعات عليها في اتخاذ قراراتهم الإستثمارية.

9. الحكم على كفاءة السياسات النقدية و المالية للدولة، و تمهيد الطريق أمام سلطات الدولة المختصة للمزج بين السياستين المالية و النقدية، بهدف التكامل بينهما للتأثير في حجم الطلب الكلي، و بلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الإقتصادية المتغيرة.

10. تمثل هذه السوق الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الإستقرار النقدي، و ذلك ببيع أو شراء الأوراق المالية، لتوفير الإستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الإنكماش.[2]

المطلب الثاني: أهمية البورصة و شروط نجاح دورها

أولا : أهمية سوق الأوراق المالية (البورصة)

إن التعامل في البورصة يعتمد في الأساس على حسابات دقيقة و دراسة منهجية وتحليلية سليمة و تخطيط فعال، ذلك أن حيازة و بيع و شراء أو استبدال الأوراق المالية وتحقيق الربح من وراء ذلك عملية بالغة الإتقان، يشارك فيها أكثر من شخص واحد بمفرده، و عليه، تظهر أهمية البورصة - فيما يلي - من خلال أنها:

---

[1] حسام الدين محمد، الوظائف الإقتصادية للبورصة، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لشبكة "إسلام أون لاين للبحوث و الدراسات"، وفق الرابط: http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/03/article09b.shtml ، تاريخ التصفح: 2006/11/23، على الساعة 12:15.

[2] د. محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ظل الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2006، مرجع سابق، ص ص 47-48.

1. أداة فعالة في توجيه الإقتصاد و تحريكه، و تنشيطه على أساس أنها تؤثر في مختلف جوانب الإقتصاد الوطني، إلا أنها تتأثر أيضا بهذا الإقتصاد، و هي تحدث بذلك آثارا اقتصادية بهذا التأثير و التأثر في و بالإقتصاد.
2. مكان التقاء الفاعلين و المستثمرين، و إطار منظم و آمن لإتمام المعاملات بالشراء و البيع.
3. تجذب فائض رأس المال غير المستثمر و الذي لا يُستفاد منه في الإقتصاد الوطني، و تحوله من مال مكدس لا دور له إلى رأسمال مستثمر، له نتائجه الإيجابية على مالكه و على الإقتصاد بشكل عام، ذلك أن الأسهم و السندات المطروحة للإكتتاب تجعل كلا من الأفراد والشركات يستثمرون أموالهم المكدسة و المدخرة في الإكتتاب رغبة منهم في تحقيق أرباح مناسبة.
4. توفر الأموال الضرورية لإنجاز الإستثمارات و مشاريع المؤسسات بطريقة مستمرة، وتقلص من الإستدانة البنكية، ذلك أن فتح الشركات لرأسمالها بنسبة معينة للإكتتاب العام غالبا ما يسمح لهذه الشركات بتوسيع نشاطاتها و مجالات استثماراتها.
5. تساهم بشكل واضح في الرفع من مستوى الشركات العمومية و الخاصة ذات الأسهم، بتمكينها من جهة من إنجاز مختلف نشاطاتها الإستثمارية، و من جهة أخرى تجعل هذه الشركات تعمل على تحسين كفاءتها و الرفع من فعاليتها خوفا منها من أن تهبط أسعار أسهمها أو سنداتها، و تحفيزها على المنافسة المشروعة و المفيدة للجميع.
6. أداة توجيه للإستثمارات، حيث يتجه المستثمرون دائما إلى الإستثمار في الشركات التي ترتفع أسعار أسهمها، و لا يقتربون من تلك التي تعاني أسعار أسهمها وسنداتها هبوطا حادا، و هي بذلك تعمل على تحذير و تنبيه المستثمرين من مخاطر الإستثمار، كما تعمل في الجانب المقابل على جذب المستثمرين إلى الإستثمار في شركات أخرى أقوى و أفضل، نظرا لما يقدمه هذا الإستثمار من فوائد مؤكدة.[1]
7. أداة لإشباع رغبات المستثمرين الصغار الذين لا يملكون ما تستلزمه الإستثمارات الكبرى، فيلجئون إلى الإكتتاب بعدد أو بقدر يناسبهم في السندات والأسهم المطروحة راغبين في تحقيق الربح المناسب و المحفز.
8. تؤمن البورصة جوا من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، و التي تكرس حرية الإقتصاد (مبدأ اقتصاد السوق)، حيث أنه في فترة الإنتعاش الإقتصادي يلاحظ كثرة التعامل

[1] د.محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر و التوزيع، مصر، الطبعة الثانية، 1999، ص ص 18-19.

فيها، و يدفع الأمل بربح أكبر المتعاملين في البورصة إلى الرفع من حجم تعاملهم، و هو الأمر الذي يخدم الإقتصاد و يدفعه إلى الإنتعاش، أما في فترة الركود يلجأ أصحاب الأموال إلى تكديسها و عدم استثمارها في البورصة، لخوفهم من خسارة ما يملكونه من الأموال.

و تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها، و من الدور المتعدد الأوجه و الجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الإقتصادي و مجالاته، و في الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة.

كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الإقتصاد القومي كما سبق و أشرنا، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف و فعال في الدورة الإقتصادية، و ذلك من خلال عمليات الإستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم و السندات و الصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

بالإضافة إلى ذلك، تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات، أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع، و من ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

فضلاً عن ذلك، توفر أسواق الأوراق المالية قنوات و مداخيل سليمة أمام الأفراد، ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الإقتصادية في الدول، و تحقق جملة من المنافع الإقتصادية منها منافع الحيازة و التملك و الإنتفاع، و العائد الإستثماري المناسب.

كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها و دفعها إلى تحسين أدائها و زيادة ربحيتها، مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات؛ و كلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم و توطيد الإستقرار الإقتصادي للدولة، وذلك من خلال:

⇐ توفير الحافز و الدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية و حماية الأطراف المتبادلة.

- ⇐ القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، و دعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.
- ⇐ رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية، و تحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الإقتصاد القومي.
- ⇐ المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الإقتصاد من خلال تمويل الفرص الإستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج، و بالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف، وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي.
- ⇐ تمويل عملية التنمية الإقتصادية، و ذلك بمساعدة حكومات الدول على الإقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية و الإسراع بمعدلات النمو الإقتصادي لديها.[1]

إن الوظائف التي تؤديها البورصة و الأهمية التي تحتلها لا يتحققان إلا من خلال نجاحها في الدور الذي يجب أن تلعبه، و الذي لا يتحقق إلا بتوافر مجموعة من الشروط، و هو ما يدفعنا ـ ها هنا ـ إلى التساؤل عن الشروط الضرورية لنجاح بورصات الأوراق المالية في أداء دورها ؟ و هو ما سنتناوله من خلال العنصر الموالي.

ثانيا: **شروط نجاح دور البورصة**

حتى تقوم البورصة بدورها في أي بلد ما يتطلب الأمر وجود سوق فعال للأوراق المالية، و وجود هذا السوق الفعال يفترض توافر شروط معينة، منها: أن يكون الإقتصاد منتعشاً، وجود سياسة اقتصادية رشيدة، و استقرار الأوضاع السياسية و الإجتماعية والقانونية وأيضا الضريبية، وفرة المدخرات أو الثروات الفردية أو الجماعية، وجود جهاز متكامل من البنوك و المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية، فضلا عن توافر كوادر فنية متخصصة.[2]

---

[1] أسواق الأوراق المالية، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني للمعهد العربي للتخطيط بالكويت، وفق الرابط: http://www.arab-api.org/course9/c9_1.htm ، د.ك، تاريخ التصفح: 2008/05/23، على الساعة 10:20.

[2] حسام الدين محمد، الوظائف الإقتصادية للبورصة، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لشبكة "إسلام أون لاين للبحوث و الدراسات"، وفق الرابط: http://www.islamonline.net/arabic/economics/2004/03/article09b.shtml ، تاريخ التصفح: 2006/11/23، على الساعة 12:15.

هذا، و يمكن تلخيص أهم الشروط الموضوعية الضرورية لإنشاء سوق الأوراق المالية كما يلي:

- **تكوين الإدخار و تجميعه عبر قنوات متعددة (البنوك، المؤسسات المالية، شركات التأمين):**

حيث يختلف دور هذه الهيئات المالية، إذ منها من تجمع الأموال بهدف تسييرها و تقديم النصائح لحائزيها، و منها من تجمع رؤوس الأموال باسم الجمهور و تستثمرها بحرية في إطار قواعد السوق، و منها من تحول الأموال المستعملة في السوق لتقدم رؤوس أموال.

- **تواجد أوراق مالية:**

و التي أساسها تواجد شركات مساهمة، إذ أن البورصة هي مكان لتداول الأسهم والسندات، و حتى توجد هذه السوق لابد من إيجاد شركات مساهمة كثيرة العدد، و في هذا الصدد نذكر بأن تعديل قواعد القانون التجاري لمسايرة التطور الحاصل في المجال الإقتصادي لن يكف لوحده لتطوير البورصة و تفعيل نشاطها، إذ أن خوصصة المؤسسات هي الوسيلة الأنجع لإدخال عدد أكبر من الشركات في البورصة، و بالتالي توسيع منتوجات التعامل في البورصة، و ذلك عن طريق عرض أسهم هذه المؤسسات للبيع العمومي، حيث أن الخوصصة تسمح بتطوير و سرعة بعث السوق المالي بشكل يجذب معه و بقوة عددا كبيرا من الخواص، كما أنها تجعل سياق الإنتقال من اقتصاد موجه تملك فيه الدولة معظم الشركات إلى اقتصاد سوق تكون فيه معظم الشركات ملكا للخواص.

- **الكفاءة المحاسبية:**

إذ حتى يمكن التسجيل في تسعيرة سوق جدير بالتصديق يجب أن تتمكن الشركة من نشر ما يكفي من المعلومات المالية، للحد من التقلبات و الهيمنات التي تمس بالأسعار و السوق معا عندما لا تتاح الفرصة للجميع للحصول على نفس المعلومات و في ذات الوقت.

و حتى يمكن للشركة أن توفي بالتزامها بنشر المعلومات المحاسبية التي تحددها التشريعات و التنظيمات سارية المفعول، و نشرها وفق قواعد و شروط نشر مثل هذه

المعلومات، لابد أن يكون لديها نظام محاسبي قوي يساير التطورات الحاصلة في المجال المالي و المحاسبي، ذلك أن الكفاءة المحاسبية هي التي تعزز ثقة المستثمرين في الشركات المصدرة وفي السوق ككل، و كلما كانت القدرة المحاسبية ضئيلة كلما تعزز بفعل ذلك التهرب و عدم الثقة لدى هؤلاء المستثمرين.

- **نشر المعلومات المالية للشركات:**

و ربما كان نشر مثل هذه المعلومات عائقا أمام الشركات التي لم تدخل بعد البعد السوقي في نظامها المالي و المحاسبي و في استراتيجيتها التنموية بصفة عامة، إذ أن نشر مثل هذه المعلومات يجعل من السوق سوقا شفافا، يتم التعامل فيه بنزاهة و وفق قواعد التنافس المشروع.

و هذه القاعدة تعتمد على تواجد نظام إعلامي اقتصادي كفء و فعال، إذ لا يكفي أن تنشر الشركة حساباتها و سياستها المالية حتى يتلقاها المستثمرون، بل يجب تأمين قنوات نشر كافية يمكن الإعتماد عليها في تأدية المهمة على أكمل وجه؛ كما يمكن للبورصة نفسها أن تهيئ خلية لإعلام الجمهور، ذلك أن الإعلام في هذا المجال يلعب دورا فعالا، حيث تتاح الفرصة للمستثمرين، الصحفيين، المحللين، و غيرهم من الأشخاص للحصول على معلومات دقيقة، تامة و منتظمة.

و تجدر الإشارة ها هنا إلى أن للإعلام الآلي دوره الفعال في تفعيل و سرعة وصول المعلومة، إذ أن سرعة وصول أي معلومة هو عامل هام في حسن استغلال المعلومة يزيد من قيمتها و أهميتها، إذ لا فائدة من نشر المعلومات الضرورية في وقت غير ملائم أو متأخر فينتفع من خلاله البعض و يخسر البعض الآخر.

و للصحافة الإقتصادية دور إعلامي فعال في تنشيط دور البورصة و أدائها، إذ كلما أحيط بكل ما يتعلق بالبورصة كلما كان ذلك حافزا لدى الجمهور لدخول هذا العالم الجديد الجميل و المخيف في آن واحد و معرفة خباياه.

- **الرغبة في التواجد في السوق:**

و تترجم هذه الرغبة عبر تكوين و توعية مسيري المؤسسات حول السوق و منحهم الخبرة التي تجعلهم ُيقبلون على البورصة، كما تتجسد هذه الرغبة أيضا في نشر المعلومات المحاسبية للشركة، إذ أن هذه الفكرة تخيف غالبية المسيرين الذين يتخوفون أيضا من فقدان سلطة تسيير الشركة.

إن مصداقية و فعالية السوق المالي ترتبط أساسا بالممارسات المرتبطة بهذا السوق، وأهم مشكلة أخلاقية تؤثر سلبا على تطور البورصة هي تخصيص بعض المتعاملين بمنحهم إمكانية استعمال معلومات امتيازية لا يعلمها الجمهور،[1] و هو الأمر الذي يجعلهم يحصلون على فوائد و أرباح على حساب الجمهور، أو الشركات التي تقوم بعمليات في البورصة و يسيطرون بذلك على السوق، إذ أن هذا الأمر ينفر الجمهور من الإستثمار في البورصة لعلمهم أن هناك فئة تحوز معلومات امتيازية ليست بحوزتهم، وأنه يجب المخاطرة و التعامل في البورصة طالما لم تكن هذه المعلومات موزعة بشكل واسع و شفاف.

- **وجود مناخ استثماري مستقر** في إطار توزيع عادل للثروات.
- **وجود وعي اقتصادي و مالي،** و هو الدور الذي تقوم به وسائل الإعلام العامة، الصحافة العامة و الصحافة المالية المتخصصة في أسواق المال.
- **نوادي الإستثمار** التي تساعد على نشر الوعي الإقتصادي و المالي و آليات عمل البورصات.
- **أدوات تقليدية و مستحدثة** (أسهم بأنواعها، و سندات بأنواعها، و أخرى قابلة للتحويل...)، و خاصة تلك الأدوات التي تناسب ذوي الدخول المحدودة.
- مكاتب متخصصة في الإدارة الحديثة لمحافظ الأوراق المالية.
- الإنفتاح على الأسواق الدولية و هو ما يرتبط بتكنولوجيا اتصالات متقدمة من ناحية، مع مواكبة للمخرجات الحديثة في تلك الأسواق من ناحية أخرى.

و جدير بالذكر أيضا أن قيام أسواق الأوراق المالية يتطلب توافر شرطين أساسيين هما:

[1] Jean – Jacques PERQUEL et François - Eric PERQUEL : Les bourses d’Europe Centrale, Vuibert, Paris, 1995, P 98.

1. توافر الملكية الخاصة في هذه الأسواق للمستثمرين سواء كانوا أفرادا طبيعيين أو اعتباريين، و هذه الملكية تمثل إما نصيبا في رأسمال المنشآت القائمة أو في قروض قدموها لهذه المنشآت.

2. ضمان حرية التصرف في هذه الأوراق المالية بالبيع.

و بدون توافر هذين الشرطين لا يمكن تصور قيام بورصات للأوراق المالية.[1]

كما أنه، و حتى تؤدي البورصة بفعالية الدور الأساسي المنوط بها، و المتمثل في إتمام المعاملات على أفضل وجه و تفعيل الإقتصاد، يجب أن تتوفر فيها – بالإضافة إلى الشروط سالفة الذكر - بعض الشروط أو الخصائص الشكلية أو الإجرائية، و هي كالآتي:

1) يجب أن يكون لها مقر معروف و محدد[2] يسهل الوصول إليه، و يسع كل المتعاملين، ذلك أن البورصة الفعالة هي التي يكثر فيها عدد المتعاملين، و يعتبر عدم تحديد المكان أو صعوبة الوصول إليه أو عدم معرفته من العوامل المعرقلة لنشاط البورصة.

2) أن تجري فيها المعاملات بسرعة و سهولة، فسهولة التعامل و الإتصال واستعمال التكنولوجيا الحديثة يسهل من إجراء العمليات في وقت مناسب للجميع، فعامل الوقت له دور لا يمكن تجاهله في إتمام أكبر عدد من المعاملات.

3) يجب أن يكون سوق الأوراق المالية واسعا جدا لإعطاء سعر التداول كل مدلوله وضمان السيولة الضرورية، بمعنى إمكانية استبدال سندات مقابل نقود، و هذا ما يفترض تركيز كافي للطلبات و العروض حول هذه القيمة.

4) يجب إشهار المعلومات الدقيقة عن الأسعار المتعامل بها و بسرعة، و ذلك لإفادة كل المهتمين من مستثمرين، بائعين و حتى مالكين لسندات يرغبون فقط في تقدير قيمة حافظتهم المالية، و هو الدور الذي يجب أن تلعبه وسائل الإعلام من صحافة متخصصة عامة وخاصة، فوجود مثل هذا الإعلام يبعث الوعي الإقتصادي لدى كل من المتعاملين السلطات و كذا الجمهور.

5) خضوع كل من الوسطاء و العمليات المنجزة لتنظيم دقيق يكون تطبيقه محل رقابة داخلية و خارجية تمارسها سلطة وصية (وزارة المالية)، و هو ما من شأنه أن يؤدي إلى

[1] و لهذا نجد أن أول قيام لها كان في ظل النظام الرأسمالي، و أول نظام تكونت فيه هو شركات المساهمة.
[2] بوضع لافتة كبيرة تفيد تواجد البورصة، إذ يعد عدم وجود أماكن مناسبة و كافية لتوقف السيارات عاملا معرقلا للمتعاملين.

حماية السوق و المتعاملين و الإقتصاد من أي تعاملات مخلة بالقوانين والتنظيمات، و كل ما من شأنه أن يحرفها عن أداء دورها الأساسي بفعالية، و بالتالي الإخلال باستقرار الإقتصاد بشكل عام.

بالإضافة إلى ما تقدم، هناك عامل يعكس نجاح البورصة، و يعود للدولة التي يجب أن تعمل على حماية السوق و المتعاملين فيه، و ذلك من خلال وضع تشريعات وتنظيمات فعالة لتنظيم عمليات التداول تستجيب لخصائص و وضعية المجتمع من الناحية الإقتصادية والإجتماعية، و كذا إقامة هيئات مختصة لتنظيم و مراقبة و تسيير السوق والتعامل فيه، و هو ما يحقق المصلحة العليا للإقتصاد الوطني، مع عدم تدخل الدولة بشكل فادح يجعل من البورصة أداة مالية مقيدة لا تؤدي دورها بحرية، و إنما تلبية لرغبات السلطات العمومية، فتقييد البورصة معناه تقييد الدور الفعال الذي يمكن أن تلعبه في إنعاش الإقتصاد و تنميته.

و من الضروري التأكيد في هذا السياق، بأن السوق المالي قد يمر بفترات لا يؤدي فيها دوره الإيجابي، و ينعكس ذلك في أزمات تصيب هذه الأسواق لأسباب عديدة اقتصادية وسياسية، و الأسوأ أن آثار هذه الأزمات يتجاوز بلد السوق إلى بلدان أخرى، فقد تأثرت البلدان النامية بالأزمات التي أصابت الأسواق المالية الدولية في مراحل عديدة (أزمة 1929، 1933)، و الأزمات التي بدأت شراراتها من بورصة وول ستريت (1967، 1973، 1981، 1987، 1989)، و التي فسرها الإقتصاديون بارتفاع أسعار البترول، و الحقيقة أن السبب غير ذلك، وخير برهان على ذلك هو أن الإنخفاض الحاد في أسعار البترول منذ 1985 لم يمنع من حدوث أزمة أكتوبر 1987 و 1989 أو 2001 إثر الإنفجارات التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية، إذ تؤدي هذه الأزمات إلى أن تصبح موارد البلدان النامية و خططها التنموية عرضة للتأثر بنشاط هذه الأسواق وسياسات الدول القوية في مواجهة الأزمات التي تصيب أسواقها المالية، حيث يتجسد ذلك في التحكم بحجم الموارد المتاحة لتنمية اقتصاديات البلدان النامية مع الإشراف على كيفية استخدامها و مجالات استغلالها، و توجيهها بطريقة تخدم مصالح القوى الإقتصادية في العالم و تكرس واقع التبعية الإقتصادية المفروض على البلدان النامية، و هو الأمر الذي فرضه النظام النقدي و المالي الدولي غير العادل.[1]

---

[1] د. مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال)، ج 1: أدوات و آلية نشاط البورصة في الإقتصاد الحديث، د.م.ج، 1993، ص 10، بتصرف.

المطلب الثالث: النصوص التشريعية التي تحكم نشاط البورصات

(لمحة عامة)

استمراراً في محاولة ضبط مفهوم البورصة، و استكمالا لمحاولة معرفة التطور التاريخي لها و ظروف نشأتها، ارتأينا أنه من الأجدر التطرق إلى لمحة عامة عن التطور التشريعي لها، و ذلك من خلال التعرض للتطور التشريعي في مجال البورصة في فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية، و المنطقة العربية عموما و الجزائر خصوصا.

فنتناول فرنسا على اعتبار أن تشريعات الدول العربية و المغاربية و الجزائر على الخصوص مستوحاة من النظام الفرنسي، و نتناول الولايات المتحدة الأمريكية بحكم ريادتها عالميا في مجال البورصات، لنتناول المنطقة العربية و الجزائر بحكم انتمائنا لها.

أولا : في فرنسا

عند وضع قانون التجارة الفرنسي في عام 1806، كان نشاط البورصات في فرنسا يحكمه النظام القديم، بعد تعديله جزئيا بقوانين العصر الثوري، لذلك، فإن قانون التجارة اقتصر على القواعد العامة المشتركة بين بورصات الأوراق المالية و بورصات البضائع، حيث افترض وجود بورصة واحدة تسمى بورصة التجارة، يجتمع فيها التجار و ربابنة السفن وسماسرة الأوراق المالية، و غيرهم من الدلالين و الوسطاء، و مثل هذه البورصة لم يعد لها وجود، و اصطلاح بورصة التجارة أصبح يطلق على البورصة التي تتعامل في البضائع، و في ضوء عمومية النصوص الواردة في قانون التجارة، فإن القضاء الفرنسي كان يعتبر أن النصوص القديمة المتعلقة ببورصات الأوراق المالية لازالت سارية المفعول، خاصة القرارات الملكية الصادرة في 1724/09/24، 1785/08/07، 1785/10/20، 1786/09/22 م.

إلا أن نظام سماسرة الأوراق المالية أعيد تنظيمه بقانون صدر في 1862/07/02، وقانون آخر صدر في 1885/03/28 بشأن الصفقات الآجلة، و مرسوم 1890/10/07، و هذا النظام عانى من إصلاحات و تعديلات عميقة، حاولت توفيق أوضاع البورصات الفرنسية مع المقتضيات الحديثة لسوق مالية كبيرة، فأعيد تنظيم نشاط البورصات و نظام السماسرة بقانون

صدر في 1942/10/24، و بعد تجربة استمرت ما يقارب عشرين عاما، تم إدخال إصلاحات جديدة بموجب قانون صدر في 1961/07/29، و هذا القانون الأخير أصابه الكثير من التعديلات، أهمها تعديلات سنوات: 1966، 1968، 1976.

و هذه التعديلات المتلاحقة و الكثيرة ساهمت في تعقيد النظام، الذي أصبح بالنسبة لبعض المسائل في غاية الغموض، و هو ما دفع وزير الإقتصاد و المالية الفرنسي إلى تشكيل لجنة من مجموعة خبراء في مارس 1971، لتدرس مستقبل سوق الأسهم الفرنسية، و أطلق على هذه اللجنة " لجنة بورماتنيه "، حيث اعترفت هذه اللجنة بأن البورصات الفرنسية، و إن كان لديها - عبر تاريخها - بناء نقابي و إداري قوي، إلا أنها تعاني في المقابل ضعف الوسائل والأدوات المتاحة لسماسرة الأوراق المالية، و عدم كفاية آليات التعامل، و كانت اقتراحات هذه اللجنة هي أساس التجديد الذي أُدخل بالقانون الصادر في 1972/07/11.

و من الجدير بالذكر، أن هذا التنظيم منح البورصات الفرنسية تنظيما إداريا قويا، غير أن احتكار سماسرة الأوراق المالية لعمليات التداول - مع ضعف إمكانياتهم المالية - قلل من نشاط السوق، و نتيجة لإعادة تخصيص المشروعات العامة، زاد إصدار الأوراق المالية، وارتفع عدد المساهمين، فكان لابد من تحديث النظام لضمان تنشيط السوق، حتى يستجيب لكافة الطلبات من بيع و شراء و يواجه المنافسة الدولية، و قد تم ذلك بالفعل بموجب القانون رقم 88-70 الصادر في 1988/10/22، و المرسوم المكمل له الصادر في 1988/03/17، حيث حلت شركات البورصة محل سماسرة الأوراق المالية، و تم تقويم و تدعيم السلطات الرقابية للجنة عمليات البورصة.

ثانيا: في الولايات المتحدة الأمريكية

يحكم نشاط البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية عدة قوانين أهمها ثلاثة:

الأول: هو قانون الأوراق " *Securities act* " لسنة 1933، و الذي يُعنَى أساساً بسوق الإصدار، و يهدف إلى تزويد المستثمرين المحتملين بالمعلومات الصحيحة، و يتم تسجيل

الإصدار و الحصول على موافقة لجنة البورصة، و البيانات التي تقدم إلى تلك اللجنة، و تم تعديل هذا القانون سنة 1972، و سنة 1982.[1]

و كثيرا ما كان يدعى هذا القانون بـ " قانون الصدق في التعامل بالأوراق المالية"، هذا القانون، كان له هدفين أساسيين:

⇐ أولهما: توفير المعلومات المالية و غير المالية الهامة عن الأوراق المالية قبل طرحها للإكتتاب العام على المستثمرين؛

⇐ و ثانيهما: منع الغش و الخداع، و سوء التمثيل، و النصب و الإحتيال في عمليات بيع الأوراق المالية؛ لذلك يتطلب القانون تسجيل إصدارات الأوراق المالية لدى الهيئة (SEC)، و من خلال عملية التسجيل و ملء النماذج الخاصة بذلك، تقوم الشركة المساهمة صاحبة الإصدار بإعطاء معلومات حول الشركة، و نشاطات عملها وأملاكها، و معلومات عن الورقة المالية المنوي إصدارها، و خصائص و شروط الإصدار، معلومات عن إدارة الشركة، و تقدم تقارير مالية مدققة من شركة مراجعة حسابات مستقلة، يجري تضمين هذه المعلومات أيضا فيما يدعى " نشرة الإصدار"، و يعلن تقرير التسجيل و نشرة الإصدار على الجمهور فور تقديمها إلى الهيئة (SEC).[2]

الثاني: هو قانون الأوراق المالية و البورصة *Securities and Exchange Act* لسنة 1934، و الذي عالج المسائل التي أغفلها قانون سنة 1933، فنظم نشاط السوق الثانوية، وقرر إنشاء لجنة الأوراق المالية و البورصة، التي تعرف باسم "سيك" (SEC)، و نظم أحكام الرقابة على نشاط البورصات للحد من الممارسات غير الأخلاقية.

الثالث: هو قانون مالوني (*Malony*) لسنة 1936، و الذي استجاب لرغبة التجار والسماسرة في الأسواق غير المنظمة في تكوين اتحاد يعمل تحت إشراف لجنة الأوراق المالية

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 36-39.
[2] أ. عادل عبد الله الكيلاني، دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية، ورقة عمل مقدمة لندوة " تطوير سوق الأوراق المالية "، أمانة اللجنة الشعبية العامة للإقتصاد و التجارة، سوق الأوراق المالية - ليبيا، د.ت، ملف في شكل "*Word*"؛ المصدر: محرك البحث على الشبكة العنكبوتية "*Google*"، تاريخ التصفح (إجراء البحث): 2009/06/19، على الساعة: 16:45.

و البورصة، و هو الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية "نازد" ***N**ational **A**ssociation* *of **S**ecurity **D**ealers* NASD.[1]

ثالثا: في المنطقة العربية

تعتبر **مصر** أسبق الدول العربية اهتماما بأسواق المال، إذ أنها كانت في فترة من الفترات مركزا دوليا هاما في التعاملات التجارية في العالم.

و الأسواق المالية في مصر نشأت وليدة الحاجة إليها، إذ أنها لم تنشأ بقرار أو بقانون، ولم تأخذ شكلها الحالي إلا بعد تطور طويل، فعندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في مصر سنة 1750، كان رجال الأعمال يجتمعون في المقاهي، و يلتقون في الشوارع لبيع و شراء الأسهم والسندات، و لم يكن السماسرة ينتظمون في إتحاد أو نقابة أو تجمع أيا كان، و من هنا، نشأت بورصتي القاهرة و الإسكندرية.[2]

أما من حيث المنظومة القانونية في مصر، نظم القانون التجاري الصادر في 1883/11/13 أحكام البورصات في عشر مواد من 66 حتى 75، و عُدِّلت تلك المواد العشرين بالقانون رقم 23 لسنة 1909، وعلى غرار القانون الفرنسي، فإن القانون المصري عالج أحكام البورصات في المواد المشار إليها، تحت الفصل الثاني و المعنون "في السماسرة و البورصات التجارية "، فعالج أحكام بورصات البضائع جنبا إلى جنب مع بورصات الأوراق المالية، ثم صدرت اللائحة العامة للبورصات في 1909/11/08، و أصدر وزير المالية اللائحة الداخلية لبورصة القاهرة في 1910/0/27، ثم أعيد تنظيم العمل في البورصات بموجب اللائحة العامة واللائحة الداخلية لسنة 1933.

و لتمصير البورصات في مصر، صدر القانون رقم 161 لسنة 1957 باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، و بعد انتهاج سياسة الإنفتاح الإقتصادي، و تزايد دور القطاع الخاص، و اتجاه الدولة إلى تنشيط السوق المالية، تم تعديل لائحة 1957 بالقانون رقم 181 لسنة 1981، و ظلت تلك اللائحة سارية المفعول، حتى ألغيت بالقانون رقم 95 لسنة 1992،

---

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 39.
[2] د. أحمد محمد لطفي أحمد، نفس المرجع، ص ص 21-22.

بإصدار قانون سوق رأس المال، و صدرت لائحته التنفيذية بقرار وزير الإقتصاد و التجارة الخارجية برقم 135 لسنة 1993.[1]

و بالنسبة لباقي البلدان العربية:

نجد من أقدم البورصات بورصة الكويت و بورصة عمان، فبورصة **الكويت** شهدت تطورا تدريجيا من سوق الجت، حيث كان التجار يجتمعون و يتبادلون الأحاديث الإجتماعية، ويتم من خلالها عقد الصفقات التجارية و العقارية، و كذلك صفقات أسهم الشركات الأجنبية، وخاصة الشركات الأمريكية، ثم انتشرت مكاتب السماسرة حول مكان هذا السوق، و في السبعينات قامت وزارة التجارة الكويتية بإنشاء أول سوق رسمي لتداول الأوراق المالية، وذلك، في دور سفلى في إحدى البنايات بالمنطقة التجارية.

و في **الأردن،** بدأت تجارة الأسهم لدى مكاتب تجارية يملكها الوسطاء الذين كانوا يتاجرون لحسابهم الخاص، و بعد أن قررت الحكومة الأردنية افتتاح سوق مالية بصورة رسمية و منظمة، و هي سوق عمان المالية عام 1976، تم إقفال هذه المكاتب.[2]

رابعا: في الجزائر

بالنسبة للجزائر، ما يمكن ملاحظته هو التأخر الكبير في اللجوء إلى البورصة و تفعيل دورها، بما يستجيب للإسهام في عمليات الإستثمار و التنمية، على عكس ما نجده لدى باقي الدول العربية.

ففكرة إنشاء بورصة الجزائر لم تظهر إلا سنة 1990، في إطار الإصلاحات الإقتصادية التي تم اعتمادها منذ سنة 1988، و ذلك من خلال تبني قوانين جديدة وضعت الأرضية للإنتقال إلى مرحلة جديدة؛ حيث نذكر في هذا الصدد – على الخصوص - القانون 88-01 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسة العمومية الإقتصادية، و القانون 88-03 المتعلق بإنشاء ثمانية صناديق مساهمة، و القانون 88-04 المعدل و المتمم للأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري، حيث أدت هذه القوانين إلى التمييز بين دور الدولة كمتعامل اقتصادي و دورها كسلطة عمومية.

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، نفس المرجع، ص ص 40-41، عن: د. عاشور عبد الجواد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال: دراسة في تشريعات مصر و الكويت و الأردن مقارنة بالنظامين الفرنسي و الأمريكي، دار النهضة العربية، 1995، ص ص 17-20.
[2] د. أحمد محمد لطفي أحمد، نفس المرجع، ص 21.

في سنة 1990، تم إنشاء شركة الأوراق المالية (S.V.B)، و هي شركة ذات أسهم، حيث يشارك في رأسمالها صناديق المساهمة الثمانية، برأسمال قدره 320.000 دج، قبل أن يرتفع إلى 9.320.000 دج سنة 1992، و تعديل هيكلها القانوني من شركة إلى بورصة الأوراق المالية " B.V.M ".

إلا أنه لم يكن لبورصة الأوراق المالية أن تنشط في غياب قوانين خاصة، و دون تكييف للقانون التجاري مع قواعد اقتصاد السوق،[1] لذلك تم تعديل القانون التجاري عدة مرات.[2]

[1] شركة تسيير بورصة القيم (S.G.B.V)، بورصة الجزائر، عرض تقديمي (*Présentation Powerpoint*)، الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها: http://www.cosob.org ، تاريخ التصفح: 2006/11/25، على الساعة: 12:20.

[2] تم تعديله من خلال المرسوم التشريعي 93-10 الصادر بتاريخ 23 مايو 1993، و المرسوم التشريعي 93-80 الصادر في 25 أبريل 1993، والأمر 96-27 الصادر بتاريخ 09 ديسمبر 1996 ..، و كلها تعدل و تتمم الأمر 75-59 الصادر بتاريخ 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري.

المبحث الثالث: أنواع البورصات، التحالفات فيما بينهما، و العوامل المؤثرة فيها

المطلب الأول: أنواع البورصات

نظرا للأهمية الكبيرة لبعض أنواع البورصات، سنقوم في هذا المطلب بالتطرق إلى أهم أنواع البورصات المتواجدة في العالم كعنصر أول، ثم نعرج على التطرق إلى الأنواع الأخرى، و التي تم تصنيفها باعتماد عدة معايير، لذلك ندرس أنواع البورصات وفق عنصرين أساسيين:

- أهم أنواع البورصات؛
- أنواع أخرى.

أولا: أهم أنواع البورصات

تنقسم البورصات في العالم إلى أنواع متعددة ، حيث ندرج أهمها في الآتي:

1- بورصة الأوراق المالية كالأسهم و السندات و حصص التأسيس؛
2- بورصة البضائع الحاضرة مثل القطن و القمح و النحاس و الحديد؛
3- بورصة عقود الصفقات التجارية للسلع غير الحاضرة؛
4- بورصة القطع (الصرف)؛
5- بورصة المعادن النفيسة كالذهب و الفضة و الماس و البلاتين؛
6- سوق الفوركس و هو تبادل العملات الأجنبية خارج أسواق البورصة.

و سنتطرق إليها – تِباعاً - من خلال ما يلي:

1) بورصة الأوراق المالية:

و تسمى أيضا بورصة القيم المنقولة، و يجري فيها التعامل على الأوراق المالية، و التي تتمثل أساسا في الأسهم و السندات، و قد استقر الوضع بين المختصين و وسائل الإعلام و الناس عموما على تسميها بـ " البورصة "، و هي محل بحثنا الحالي.

2) بورصة البضائع:

و يطلق عليها البورصات التجارية، حيث يجري فيها التعامل على محاصيل معينة كالقطن و الصوف و غير ذلك، و فيها يرى التاجر عينة من السلعة المتفق عليها من حيث النوع و الجودة، ثم يدفع الثمن إلا جزءا قليلا منه يدفعه عند تمام التسليم، و يأخذ إذنا باستلامها في نفس اليوم أو في اليوم التالي، و في بعض الأحيان يكون الثمن كله مؤجلا إلى ما بعد التسليم بسعر بات، أو بسعر معلق على السوق في فترة محددة.[1]

و قد أنشئت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304 م، على جسر عرف باسم جسر الصرافة.

و يتم التعامل في هذه السوق على منتجات ذات أهمية عالمية كالقطن و القمح و السكر والحديد و النحاس، و هي سوق منظمة.[2]

و أهم بورصات البضائع في الوقت الحاضر (باعتبار المكان) نجد بورصة الولايات المتحدة الأمريكية لاسيما بورصة نيويورك، و تليها في الأهمية بورصة لندن، ثم فنلندا، وبومباي، و بلجيكا، و فرنسا.

تتميز بورصة نيويورك و لندن، بأنها أكثر تخصصا منها في فرنسا، ففي هذين البلدين، بورصة خاصة لكل نوع من أنواع السلع، و قد تخصصت بورصة آنفرس في بلجيكا بالصوف الممشط، و تخصصت لندن بوجود بورصة للنقل البحري و التأمين.

إن أهم المدن التي أنشئت بها بورصات البضائع في الماضي، هي:

- في القرن الرابع عشر(14): فلورنسا؛
- في القرن السادس عشر(16): في آنفرس، فرانكفورت، و برشلونة؛
- في القرن السابع عشر(17): في أمستردام، و بادن، و لندن؛
- في القرن الثامن عشر(18): في فيينا، و نيويورك؛
- في القرن التاسع عشر(19): في بروكسل، ميلانو، روما، مدريد، و جونيف.

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 27.
[2] د. محمد فتح الله النشار، مرجع سابق، ص 41.

أما في الوقت الحاضر، فأشهر بورصات البضائع (باعتبار التخصص) هي:

بالنسبة لمادة الشعير: لدينا بورصة ليفربول، و وينبيغ.

بالنسبة لمادة القهوة: لدينا بورصة لندن، باريس، نيويورك، و لوهافر.

بالنسبة لمادة السكر: لدينا بورصة لندن، و باريس.

أما بالنسبة لمادة القمح: فهناك بورصة شيكاغو، ليفربول، و كنساس سيتي.[1]

3) بورصة العقود:

و تسمى بورصة " الكونتراتات "، و هي أسواق يتم التعامل فيها على سلع غائبة، وتجري المبادلات إما وفقا لنماذج معينة، أو بناء على تسمية صنف متفق عليه مقدما، و هذه السوق تباع فيها عقود الصفقات التجارية للسلع غير الحاضرة بسعر بات، أو بسعر معلق على سعر البورصة في تصفية محددة، و يكون البيع فيها على المكشوف، أي يسمح فيها بالبيع لمن يملك السلعة، بناء على قدرته على تسليمها حين حلول أجلها، بفضل استمرارية السوق.

4) بورصة القطع (سوق الصرف):

و هي التي يتم فيها تبادل العملات، أي الصرف، و ذلك إما بسعر قِطع فوري يتم به التبادل حاضرا، و إما بسعر قِطع آجل، و يتم به التبادل آجلا.

و ما يحدث عملا في هذه الأسواق أن تجار الصرف عندما يبيعون صرفا لأحد عملائهم، فإنهم يعمدون إلى تأمين أنفسهم ضد خطر تقلب سعر الصرف في المستقبل عن طريق شراء عملة أجنبية من النوع المتفق عليه، و يودعونها في الخارج إلى حين حلول أجل تسليمها للمشتري، و يتقاضون في الخارج فائدة على مقدار ما يودعونه، و يتوقف الفرق بين سعر الصرف الآجل و سعر الصرف الحالي على تلك الفائدة، فإذا كانت الفائدة التي يحصل عليها تجار الصرف من ودائعهم بالخارج أكبر من الفائدة التي يمكن الحصول عليها بالداخل، فإنهم يعمدون إلى بيع الصرف الآجل بسعر أقل من الصرف الحالي، أما إذا كانت الفائدة التي

[1] د. شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، ت: أ. عبد الرزاق موري، الطبعة الثانية، 1999، دار هومة، الجزائر، ص 102، بتصرف.

تعود من الودائع بالخارج أقل من الفائدة التي تعود منها في الداخل، فحينئذ يشترطون أن يكون سعر الصرف الآجل مرتفعا عن سعر الصرف الحالي بمقدار الفائدة في الداخل و الخارج.[1]

5) بورصة المعادن النفيسة:

و هي البورصة التي يتم فيها تبادل المعادن النفيسة من الذهب و الفضة و البلاتين وغيرها من المعادن ذات القيمة العالية.[2]

و من آثار الحرب العالمية الثانية أن تجارة هذه الأخيرة انحصرت في يد الحكومات، وما تزال البنوك المركزية تحتكر تجارة هذه المعادن، و أصبح سعر الشراء و البيع يحدد بنشرة رسمية، و لم يعد قانون العرض و الطلب يقوم بدوره الطبيعي في تحديد أسعار هذه المعادن، إلا أن بعض الدول أطلقت حرية التبادل داخل البلد بينما قيدت استيراد و تصدير هذه المعادن وأخضعتها لقيود.

و تختلف أسعار هذه المعادن اختلافا كبيرا بالنسبة لمصادرها (أمريكا، روسيا، جنوب إفريقيا، البرازيل ...الخ) بسبب اختلاف طرق الحصول عليها، و شحنها، و التأمين عليها، ودرجة الشوائب فيها.[3]

6) سوق تبادل العملات الأجنبية (بورصة الفوركس):

و كلمة " FOREX " تعني باختصار سوق العملات الأجنبية أو البورصة العالمية للنقود الأجنبية (اختصار لعبارة: ***For**eign **Ex**change*) ، و تتم المضاربة عن طريق شراء العملات الأجنبية التي تحوز على الحصة الأساسية من العملات في سوق الفوركس، و هي الدولار الأمريكي كعملة أساسية، و اليورو و الجنيه الإسترليني و الفرنك السويسري و الين الياباني، و يتم شراء و بيع تلك العملات بالدولار الأمريكي أو العملات الأخرى فيما بينهما، مما يعرف بأزواج العملات، و ذلك في مقابل الدولار أو أي عملة أخرى.

---

[1] د. محمد فتح الله النشار، مرجع سابق، ص 42.
[2] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 29.
[3] د. شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 155.

و تعتبر المضاربة في العملات أربح تجارة في البورصات، و أكثرها مخاطرة أيضا، بسبب التقلبات السريعة التي تقوم بها العملات من الإتجاه الصاعد إلى الإتجاه الهابط أو بالعكس.

و يصل الحجم اليومي لتداول العملات في سوق الفوركس إلى 3 تريليون دولار، وللمقارنة نذكر أن حجم نشاطات بورصة نيويورك للأسهم لا تتعدى 300 مليون دولار في اليوم، أي أنه يلزم نصف سنة لبورصة نيويورك لتصل إلى حجم سوق العملات اليومي.

و الفوركس هو السوق الوحيد في العالم الذي يجري التداول فيه على مدار 24 ساعة متتالية خمسة أيام في الأسبوع، أي من الأثنين - الساعة 1.00 صباحا بتوقيت غرينيتش (بدء التداول في الشرق الأقصى) حتى الجمعة - الساعة 9.00 مساء بتوقيت غرينيتش (نهاية التداول في الولايات المتحدة).

و بورصة العملات ليس لها مكان محدد مثل بورصات الأوراق المالية، بل يتم العمل والمضاربة عن طريق الإنترنت عالميا، حيث يتم الإتصال بالبنوك و شركات الوساطة عن طريق شبكة الإنترنت.

و ذكر الدكتور عبد الحميد عثمان من أكاديمية الأهرام للتداول[1] أن المستثمر في سوق الأسهم لابد أن يكون على دراية بالتحليل المالي للسهم الذي يتم التداول عليه، أما المستثمر في سوق الذهب فيجب عليه معرفة الأدوات الإخبارية التي تؤدي إلى هبوط أو ارتفاع سعر الذهب، أما الفوركس (و هو تداول العملات عبر الإنترنت) فيجب الإلمام بالبيانات الإقتصادية المالية العالمية.[2]

ثانيا: أنواع أخرى

[1] خلال محاضرة تم ألقاءها في العاصمة المصرية عن أدوات المتاجرة في أسواق المال و كيفية المحافظة على رأس المال.

[2] مفاهيم و مصطلحات اقتصادية، د.ك، من الموقع الإلكتروني لشبكة الإعلام العربية "محيط": http://www.moheet.com ، تاريخ التصفح: 2010/01/17، على الساعة: 21:10.

لقد استقر الوضع حاليا على التمييز بين أنواع متعددة من البورصات، حيث سنتطرق لها من خلال تصنيفها وفق عدة معايير، و التي نأتي على تبيانها من خلال ما يلي:

- **التصنيف من حيث طريقة التبادل في البورصات:**

و تنقسم البورصات على هذا الأساس إلى ما يلي:

1) بورصات التبادل المباشر " *Exchange* ":

هي بورصات لها مكان مركزي محدد، لابد لمن يريد أن يتعامل فيها أن يذهب إليه ليبيع أو يشتري أو عن طريق تواجد ممثل يقوم بالبيع و الشراء باسمه، مثل بورصة نيويورك، وهي المكان الموجود في مدينة نيويورك، و الذي يتم فيه بيع و شراء أسهم الشركات الأمريكية؛ ومثل بورصة لندن، و هي المكان الموجود في مدينة لندن، و الذي يتم فيه بيع و شراء أسهم الشركات البريطانية، حيث يتقابل المتاجرون (أو من يمثلهم) وجهاً لوجه، و يتعاملون مع بعضهم البعض بشكل مباشر.

2) بورصات التبادل عبر شبكات الإتصال " *Over the counter (OTC)* ":

البورصات التي تقوم على التبادل عبر شبكات الإتصال هي أسواق يتم فيها بيع وشراء السلع دون أن يكون لها مكان مركزي محدد، بل تتم عمليات البيع و الشراء بين الشركات والبنوك و الأفراد عن طريق شبكات الإتصال و الكمبيوتر.

أي أن المتاجرين غير مضطرين للذهاب إلى مكان محدد، أو إلى مواجهة بعضهم البعض، بل تتم المتاجرة عن طريق تبادل عروض البيع و الشراء باستخدام شبكات الهاتف والكمبيوتر و الإنترنت.

و تعتبر بورصة العملات واحدة من البورصات التي تقوم على أساس التعامل عبر شبكات الإتصال، و عندما تبدأ المتاجرة ببيع العملات و شرائها في البورصة الدولية للعملات،

فإنك ستتعامل مع هذا النوع من البورصات، أي بورصات التبادل عبر شبكة الإتصال، و عبر شبكة الإنترنت بشكل خاص.[1]

- **التصنيف من حيث المدى زمني:**

و تقسم البورصات على هذا الأساس إلى: بورصات منتجات حاضرة، و بورصات عقود آجلة.

1) بورصات منتجات حاضرة:

حيث يتم التعاقد عليها على أن يكون الإستلام و التسليم و قبض الثمن فورا.[2]

كما يطلق عليها البورصة الفورية (من حيث طريقة الدفع)، أي أنه لدخول السوق الفورية يتعين على المشتري أن يدفع ثمن ما اشتراه بعد الشراء مباشرة، و هذا يعني بدوره أن المشتري يتملك ما اشتراه فورا.

في الولايات المتحدة لا يوجد إلا سوقا واحدة يكون فيها الدفع فوريا، حيث يتم التسليم والإستلام (دفع المال و أخذ السند) خمسة أيام بعد عملية البيع، و إذا كان المشتري لا يتوفر على المبلغ اللازم لتسديد ثمن السند الذي اشتراه، يمكنه الإقتراض من سمساره المبلغ اللازم لذلك ضمن شروط محددة.[3]

2) بورصات عقود آجلة:

حيث يتم التعاقد عليها دون التسليم و الإستلام، حيث تتم المضاربة على السعر فقط، ويؤجل الثمن لأجل محدد.[4]

---

[1] المتاجرة بنظام الهامش و أنواع البورصات - تعليم سوق العملات خطوة بخطوة (الدرس السابع)، دروس منشورة بالموقع الإلكتروني لتعليم التداول في العملات الأجنبية (الفوركس)، وفق الرابط: http://www.forexpros.ae/education ، د.ك، تاريخ النشر بالموقع: 2009/08/10، تاريخ التصفح: 2010/01/17، على الساعة: 21:27.

[2] د. محمود سحنون، الإقتصاد النقدي و المصرفي، بهاء الدين للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2003، ص 134.

[3] قواعد البورصة العالمية... معلومات قد تفيدك، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لمنتدى "الجمعية العلمية الجامعية آفاق المستقبل"، تاريخ النشر: الأربعاء 08 أفريل 2009، وفق الرابط: http://lmd-batna.hooxs.com/montada-f30/topic-t1100.htm ، تاريخ التصفح: 2009/11/05، على الساعة: 14:17.

[4] د. محمود سحنون، مرجع سابق، ص 134.

و تسمى أيضا السوق الآجلة، نظرا إلى أن الدفع فيها يكون مؤجلا، و هذا يعني أن التسليم يكون مؤجلا إلى آخر الشهر عند حلول تاريخ التصفية، فالمشتري الذي لا يتوفر على أموال كافية يمكنه الشراء دون أن يدفع في إطار قواعد محددة؛ و بهذه الطريقة يمكن شراء سند بدون دفع أي مبلغ و بيعه بعد عدة أيام، و الحصول على أرباح في حال ارتفاع سعر السند، وفي حال هبوط سعره مع حلول أجل التصفية، يمكن التأجيل ثانية مقابل دفع مبلغ بسيط كحق للتأجيل هذه المرة (و هي فحوى المضاربة على السعر)؛ وهذا النظام الآجل معمول به - بشكل خاص - في فرنسا، و هذه الطريقة صالحة للأفراد الذين لا يملكون الأموال الكافية للإستثمار في البورصة.[1]

- **التصنيف من حيث مدى التعامل الجغرافي:**

و تقسم البورصات على هذا الأساس إلى: بورصات محلية، و بورصات دولية.

1) بورصات محلية:

هذه البورصات تعمل على المستوى المحلي، و هي بورصات محدودة النشاط، و تكون مكملة في نشاطها للبورصات الدولية في كثير من الإقتصادات.

2) بورصات دولية:

و هي بورصات كبيرة و متوسطة الحجم، و تمتد معاملاتها إلى أكثر من دولة، و عادة يشمل نشاطها معاملات مختلفة و متنوعة.[2]

و هناك مفهوم آخر للسوق الدولية، حيث يقصد بها تلك السوق التي يسمح فيها لأي مستثمر مهما كانت جنسيته أن يتعامل شراء و بيعا في الأوراق المالية التي تصدرها منشآت وهيئات محلية، أما المفهوم الواسع للسوق الدولية فهو أن يكون في السوق تواجد لمستثمرين ولأوراق مالية من دول أخرى.

[1] قواعد البورصة العالمية... معلومات قد تفيدك، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لمنتدى "الجمعية العلمية الجامعية آفاق المستقبل"، مرجع سابق.
[2] د. محمود سحنون، مرجع سابق، ص 134.

و بالنسبة للأوراق المالية للمنشآت و الهيئات الأجنبية فقد يُسمح بتسجيلها في البورصة، أو قد يتم الإكتفاء بالتعامل عليها من خلال السوق غير المنظمة، أي من خلال تجار الأوراق المالية و بيوت السمسرة في الخارج.

و يبدو أن غالبية الأسواق المالية في البلدان النامية – عدا أسواق الإقتصادات "المصنعة أو التصديرية حديثا " مثل سنغافورة و هونغ كونغ – أسواق محلية، أما أسواق نيويورك NYSE (*New York Stock Exchange*) و لندن و زيوريخ و طوكيو ... تعد أسواقا دولية وفق كل المؤشرات المعتمدة.[1]

- **التصنيف من حيث التسجيل و الإعتراف الحكومي (التمثيل الحكومي فيها):**

هنا نميز بين نوعين من البورصات:

1) بورصات رسمية:

و تنشأ وفق القوانين و القواعد، و تمارس فيها النشاطات و المعاملات وفق التنظيم الحكومي، و يتواجد فيها ممثل حكومي يراقب و يتابع هذه المعاملات، و يتدخل في الوقت المناسب بغرض منع المخاطر التي يمكن أن تنتج عن هذه المعاملات، و المحافظة على الإستقرار.

2) بورصات غير رسمية:

هذه البورصات تعمل بشكل غير رسمي في ضوء قواعد خاصة بها، و لا تعترف بها الحكومة و لا تتعامل فيها أيٌّ من الجهات الرسمية، و لهذا فهي تتضمن مخاطر حتمية و أكيدة.[2]

فالسوق الرسمي هو الأكثر أهمية و تنظيما، و يخضع لرقابة السلطات الرسمية، و تُقَيَّد و يُتَعامل فيه بالأوراق المالية للشركات ذات الأهمية الإقتصادية، أي شركات المساهمة، بينما لا تخضع الأوراق المالية في السوق غير الرسمي لشروط القيد و الإصدار كما هو الحال في السوق الرسمي.

[1] أ.د هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 72.
[2] د. محمود سحنون، مرجع سابق، ص 134.

و قد اعتمد المشرع الجزائري سوقا واحدا هو السوق الرسمي، إذ لا توجد معاملات تتم حول أوراق غير مقبولة في البورصة، و إن حدث و تمت معاملات حول أوراق لا تستجيب لشروط القيد و الإصدار فإن المشرع لا يعترف بها، و لا تؤثر على سير المعاملات في البورصة، حيث لا يُعتَرَف سوى بالمعاملات التي تتم في البورصة، و حول الأوراق المالية المقبولة في البورصة.[1]

- **التصنيف من حيث مدى تدخل الدولة:**

تُقسَّم البورصات، على هذا الأساس، إلى:

1) بورصات يديرها أعضاء بطريقة حرة:

حيث يشكل أعضاؤها جمعية تتكفل بوضع النظام الأساسي للبورصة، و تحدَّد شروط الإنضمام إليها دون تدخل الدولة، و لا يمكن الإنضمام إلى عضويتها إلا بموافقة أعضائها، كما هو الحال في بورصة لندن.

2) بورصات ذات إدارة مقيدة نتيجة تدخل الدولة:

و هو تدخل تتراوح شدته ما بين مجرد وضع البورصة تحت إشراف الحكومة، و بين قيام هذه الأخيرة بإنشاء البورصة و إدارتها، و أهم الدول التي تتبع هذا النظام نجد: فرنسا، ألمانيا، و باقي الدول الأوروبية ما عدا إنجلترا.

3) بورصات تُدَار بأسلوب وسط:

حيث تُدَار بأسلوب وسط بين ترك الحرية للأفراد في التعامل، و ما بين التدخل الحكومي الشديد في عمل البورصات، مثل ما هو الحال بالنسبة لبورصات مصر، المغرب و الجزائر.[2]

- **التصنيف من حيث المنتجات المتداولة فيها:**

تقسم البورصات على هذا الأساس إلى:

---

[1] عائشة بوخلخال، بورصة الجزائر بين النظري و التطبيق، مذكرة ماجستير في "قانون الأعمال" غير منشورة ، كلية الحقوق - بن عكنون، الجزائر، 2004، ص 83.

[2] عائشة بوخلخال، نفس المرجع، ص 05، بتصرف.

1) بورصة البضائع:

يتم فيها تداول سلع معينة مثل السلع الزراعية، السلع المعدنية، العقارات ...الخ (و قد تطرقنا إليها بنوع من التفصيل فيما سبق نظرا لأهميتها على أرض الواقع).

2) بورصة الخدمات:

و هي متعددة المجالات التي يمكن استخدامها فيها، و التي نذكر منها: السياحة، الفندقة، التأمين، النقل، تأجير السفن، عقود التصدير، تجارة الديون ...الخ.

3) بورصة الأفكار:

و هي أحدث أنواع البورصات، و تتعلق بعرض و بيع الحقوق الخاصة بالإحتكار، وحقوق الإختراع، و العلامات التجارية، و صفقات نظم المعلومات ...الخ.[1]

المطلب الثاني: التحالفات بين أسواق الأوراق المالية

نظرا لكون موضوع البورصة من المواضيع الواقعية (لها ممارسات على مستوى الواقع)، فإن استقصاء واقع البورصة في العالم أمكننا من الوقوف على وجود تحالفات عالمية وإقليمية، و ذلك في إطار علاقات تعاون و تنسيق و تكتل دولي.

و قد ظهرت الحاجةُ إلى إقامة تعاون دولي بين أسواق الأوراق المالية خلال الثلاثينات، و قد أخذت الغرفة الدولية للتجارة، و مقرها باريس، زمام المبادرة من أجل إقامة مكتب دولي لأسواق الأوراق المالية استمر في ممارسة نشاطه حتى الحرب العالمية الثانية، و لم تشهد الفترة التي أعقبت الحرب خطوات هامة على طريق إقامة تعاون دولي بين تلك الأسواق حتى مايو 1957، عندما اجتمع ممثلو عدة بورصات أوروبية في باريس؛ و بعد أربعة أعوام من التعاون غير الرسمي، اختار المشاركون إرساء إطار مؤسسي لعملهم وأنشئوا " الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية " في لندن عام 1961.

أولا : الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية[1]

[1] د. محمود سحنون، مرجع سابق، ص ص 133-134، بتصرف.

منذ إنشائه في عام 1961، شهد الإتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية نمواً مستمراً، بحيث أصبح يضم في عضويته اليوم ستة و خمسين (56) بورصة منظمة من مختلف أنحاء العالم، و تمثل البورصات الأعضاء أكثر من نسبة 97 % من رسملة أسواق الأسهم العالمية[2] ومعظم عملياتها الآجلة و خياراتها و صناديق استثمارها المكتتبة و سنداتها، كما توجد تسعة بورصات أخرى منتمية، و 35 بورصة مراسلة.[3]

أهداف الإتحاد:

يمثّل "الإتحادُ الدولي لأسواق الأوراق المالية" المنظَّمة التجارية لأسواق الأوراق المالية المنظَّمة و لأسواق المشتقات المالية و لغرف المقاصة ذات العلاقة على المستوى العالمي، و هو منظمة دولية تضم في عضويتها البورصات الرئيسية في العالم التي تحرص على تقديم أرفع مستوى من الخدمات.

و يهدف الإتحاد، الذي يُعْتَبَرُ محفلاً للإتصال و التحليل و النقاش بين الأعضاء، إلى تسهيل تمثيل و تطوير الأسواق المنظّمة و المشتقة، و تلبية احتياجات أسواق رأس المال الصاعدة بما يحقق مصلحة المتعاملين فيها؛ و منذ تأسيسه، دأب الإتحاد، بانتظام، على عقد اجتماعات لجان و جمعيات عامة و مؤتمرات، كما نظم خلال الأعوام الأخيرة ورشات عمل متخصصة بما يُمَكّن أعضائه من نقل الدراية الفنية و تبادل الخبرات فيما بينهم، و يناقش الإتحاد كافة جوانب تجارة الأوراق المالية تقريباً، سواء كانت فنية أو تجارية أو قانونية أو اقتصادية؛ وعلى مدار العقود الأربعة الأخيرة، نشر الإتحاد دراسات حول قضايا مختلفة، من بينها التنظيم الإداري الذاتي، و التنفيذ، و تعثر التعاملات، و سلوك قطاع الأوراق المالية.

و يُصْدِر الإتحاد رسالة إخبارية شهرية و نشرات إحصائية و منشورات أخرى حول البورصات الأعضاء فيه، كما أنه يدير قواعد بيانات إحصائية و إعلامية تتضمن معلومات شاملة حول البورصات الأعضاء.

---

[1] عنوان موقعه على الشبكة العنكبوتية هو: www.fibv.com .

[2] رسملة البورصات (*Capitalisation des bourses*) تشير إلى القيمة الرأسمالية للشركات المدرجة أسهمها بالبورصات.

[3] ينطبق وصف " البورصة المراسلة " على الأسواق الرئيسية غير المؤهلة بعد للحصول على صفة العضو المنتسب، أو التي تنتمي إلى بلدان لم تدخل بعد في مرحلة المفاوضات الرسمية للإنضمام إلى عضوية الإتحاد.

ثانيا: إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية[1]

تمثل أوروبا إحدى أكثر المناطق استقراراً في العالم، و تُعْتَبَرُ البلدان الأوروبية من بين البلدان الأكثرَ ثراء و الأمتن اقتصاداً، مما يجعلها نقطة جذب قوية لأصحاب رؤوس الأموال الذين يطمحون إلى الإستثمار المربح؛ و في الوقت نفسه، يكفي ارتفاعُ معدلات الإدخار بقاءَ هذه القارة كمصدر هام لرؤوس الأموال بالنسبة لباقي أجزاء العالم.

و يضم اتحادُ أسواق الأوراق المالية الأوروبية، و مركزه بروكسل، أسواق الأوراق المالية، و أسواق العمليات الآجلة والخيارات، وغرف المقاصة المعتمدة في أوروبا بموجب قرار الخدمات الإستثمارية الصادر عن الإتحاد الأوروبي، و هو يمثل الجسر الذي يربط بين المتعاملين في الأسواق الأوروبية المنظّمة و المقننة من جهة، و السلطات، و خصوصاً على مستوى الإتحاد الأوروبي، من جهة أخرى؛ و عضوية الإتحاد مفتوحة لكافة المؤسسات المنظمة و المقننة من بلدان الإتحاد الأوروبي و النرويج و أيسلندا و سويسرا، إلى جانب البلدان التي تسعى للإنضمام إلى عضوية الإتحاد الأوروبي؛ و بالتالي، فإن الإتحاد مفتوح للمؤسسات الجديدة الخاضعة لأحكام الإتحاد الأوروبي فيما يتعلق بأسواق الأوراق المالية.

و يمثل الإتحاد سبعة و عشرين (27) بورصة من مختلف أنحاء أوروبا، بالإضافة إلى ست بورصات منتسبة، و أربع بورصات مراسلة (موقع الإتحاد على الشبكة العنكبوتية)، وبالتالي، فهو عبارة عن اتحاد مَرِن لأسواق الأوراق المالية.

[1] أنظر العنوانين: www.fese.org , www.fese.be على الشبكة العنكبوتية.

ثالثا: إتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية[1]

تأسس اتحاد أسواق الأوراق المالية الأورو-آسيوية، ومقره إسطنبول، في عام 1995 بمبادرة من سوق إسطنبول للأوراق المالية، و يتألف كافة الأعضاء الإثني عشر المؤسسين للإتحاد من أسواق ناشئة في أوروبا و آسيا تتفاوت بلدانها من حيث مستويات التنمية الإقتصادية؛ و عضوية الإتحاد مفتوحة لباقي البورصات من أوروبا و آسيا، و لكنها مرهونة بموافقة جمعيته العامة، و يضم الإتحاد حالياً إثنان و عشرين (22) بورصة تمثل أكثر من تسعة آلاف شركة، و تفوق رسملة أسواقه 130 مليار دولار، حيث يبلغ متوسط قيمة التعاملات اليومية أكثر من 500 مليون دولار؛ و ينتمي نصف الأعضاء الحاليين في الإتحاد إلى دول أعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي.

و تتمثل مهمة الإتحاد في خلق بيئة تتميز بالعدالة و الكفاءة و الشفافية و بأقل قدر ممكن - إن لم تخلو تماماً - من الحواجز التجارية بين الأعضاء و الأقاليم التي يعملون بها؛ لذلك، فهو يسعى إلى تعزيز التعاون و التواصل بين أعضائه في مجالات مثل توحيد و تنسيق القوانين واللوائح و أنظمة التداول و إجراءات التسوية و معايير الإكتتاب، إلى جانب تبنّي المبادئ المحاسبية المعترف بها دولياً.

رابعا: إتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية [2]

تأسس إتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية في يناير 2000 بمدينة شيتاغونغ، من قبل أسواق الأوراق المالية في كل من سريلانكا، و باكستان، و نيبال، و الهند، و بوتان، وبنغلاديش، و هو مفتوح لعضوية كافة البورصات من بلدان جنوبي آسيا.

خامسا: جمعية أسواق الأوراق المالية الإفريقية

[1] عنوان موقعه على الشبكة العنكبوتية هو: www.feas.com .
[2] عنوان موقعه على الشبكة العنكبوتية هو: www.safe-asia.org .

تأسست جمعية أسواق الأوراق المالية الإفريقية بكينيا في عام 1993، و هي تهدف أساساً إلى وضع إطار مقنن من أجل التعاون المشترك بين أسواق الأوراق المالية في إفريقيا من خلال عدة عمليات، من بينها تبادل المعلومات و تقديم المساعدة الفنية.

و تتمثل أهداف الجمعية فيما يلي:

- توفير إطار مقنن من أجل التعاون المشترك بين أسواق الأوراق المالية في إفريقيا من خلال عدة عمليات، من بينها تبادل المعلومات و تقديم المساعدة الفنية لتطوير البورصات الأعضاء؛
- مساعدة البورصات الأعضاء على ترسيخ مركزها و تطوير أدواتها المالية و دعم الوسطاء و المتعاملين؛
- وضع و تطوير معايير لتدريب الوسطاء و المتعاملين و الموظفين في البورصات الأعضاء و الإرتقاء بمستوى أدائهم؛
- وضع و تطوير معايير تسجيل الأوراق المالية و إصدارها و تداولها وتسويتها؛
- مساعدة الأعضاء على إرساء إطار يكفل أكبر قدر من التنظيم الذاتي و مساندتهم في المحافل الوطنية و الدولية المعنية؛
- مساعدة الأعضاء على تقديم و تطوير الخدمات ذات العلاقة بأسواق رأس المال؛
- دعم الجهود المبذولة لإقامة بنك للمعلومات لفائدة كافة الأعضاء؛
- إعداد البحوث و الدراسات حول القضايا التي تهم الأعضاء.

سادسا: لجنة أسواق الأوراق المالية التابعة لجماعة تنمية الجنوب الإفريقي

تأسست لجنة أسواق الأوراق المالية التابعة لجماعة تنمية الجنوب الإفريقي في يناير 1997 كمبادرة للقطاع الخاص ضمن إطار الجماعة، و عضوية اللجنة مفتوحة لكافة البلدان الأعضاء في الجماعة التي لديها بورصات منظمة، و هي حالياً بوتسوانا، ومالاوي، وموريشيوس، و موزمبيق، و ناميبيا، و سوازيلاند، و جنوب إفريقيا، و تنزانيا، و زامبيا، وزيمبابوي.

سابعا: إتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية

تأسس إتحاد البورصات الأيبيرية الأمريكية بمدينة ريو دي جانيرو البرازيلية في 27 سبتمبر 1973، و تضم البلدان الأعضاء التي لديها بورصات منظمة كالأرجنتين، والبرازيل، والشيلي، و كولومبيا، و كوستاريكا، و الإكوادور، و السلفادور، و إسبانيا، والمكسيك، و البيرو، و البرتغال، و الأوروغواي.[1]

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية

هناك عوامل من شأنها أن تؤثر على الأسواق المالية، و هذه العوامل يمكن أن تكون ناشئة عن عمل هذه الأسواق في حد ذاتها (عوامل داخلية)، كما يمكن أن تكون نتاج عوامل محيطة بها من ظروف اقتصادية و سياسية أو اجتماعية (عوامل خارجية).

أولا: العوامل الداخلية

هي تلك العوامل التي تنشأ داخل الأسواق المالية، و التي تتعلق بممارسة أنشطتها، وطبيعة معاملاتها، و سلوكيات المتعاملين بها، و وسائلهم، و من أهم هذه العوامل ما يحدث في السوق من مضاربات، أو بيع على المكشوف، أو التأثيرات المتبادلة بين الأسواق خلال الأزمة العامة.

و المضاربة هي عملية البيع و الشراء التي لا تتم بغرض الإستثمار، و إنما للإستفادة مما يحدث في تقلبات الأسعار، و تكون تقديرات المضاربين مبنية على الدراسة و التحليل والخبرة و التجربة.

و للمضاربة جانب إيجابي، كونها تعمل على توازن البورصة و استقرارها، ذلك أن تحركات المضاربين تُبنى على التوقع المستنِد إلى أسس اقتصادية، و كذلك، تساعد على استمرارية هذه الأسواق، كما تساعد على توازن الأسعار و تَعادُل العرض و الطلب.

---

[1] د. محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية و السبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية و غرفة مقاصة للأسهم و السندات، ترجمة: جلال شوشان بدر الدين دبسي، مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسلامية، مركز أنقرة، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني للهيئة العليا لتطوير مدينة الرياض، وفق الرابط: http://www.ada.gov.sa/Economic/LeftBar/Titles/--------------------.doc_cvt.asp ، تاريخ التصفح: 2007/08/22، على الساعة: 45: 14.

كما أن للمضاربة تأثيرات سلبية، تتمثل في التأثير على الأسعار بوسائل مصطنعة، كغش المتعاملين بغرض جعل السعر السائد أدنى أو أعلى.

أما البيع على المكشوف فتأثيره يشبه تأثير المضاربة، ذلك أن كلاهما مبني على التوقع (القريب إلى المراهنة)، و يطلق عليه أيضا البيع الآجل، و يقصد به البيع الذي يجري على صكوك مالية لا يمتلكها البائع، بل يقترضها ممن يملكها مقابل دفع فائدة (نتناوله في الباب الثاني من هذا البحث).

أما فيما يخص التأثير المتبادل بين الأسواق المالية، فتحدث هذه الظاهرة في الأسواق العالمية، حيث تتأثر الأسواق المالية ببعضها، و ذلك، نتيجة الإرتباط الموجود بينها، و هذا ما حدث في أزمة 18 أكتوبر 1987 الشهيرة، حيث اشتعلت شرارتها الأولى في الأسواق المالية الأمريكية بداية بوول ستريت، و التي شهدت هبوطا كبيرا، خاصة على مستوى السوق الثانوي (البورصة)، لتنتقل العدوى إلى باقي الأسواق العالمية.

ثانيا: العوامل الخارجية

و هي تلك العوامل التي لا تنشأ داخل الأسواق المالية، و لا عن نشاطها، و قد تتعلق بظروف اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية، فأي تغيير في هاته الأخيرة يصاحبه تغيير في السوق المالية، إما إيجابا أو سلبا.

و من ذلك تأثير التضخم، حيث أن هناك من الملاحظين و المهتمين بعمل البورصات من يرى بأن التضخم يصاحبه زيادة في اللجوء إلى البورصات، مما يجعل نتائج أنشطتها تميل إلى الإرتفاع مع اتجاه التضخم، و هو ما يدفع إلى القول بأن أسواق الأوراق المالية تلعب دورا هاما في حماية الإقتصاد من تأثيرات التضخم، باعتبارها تمثل جزء من الذمة المالية للشركات، و التي تتكون في مجموعها من أموال مادية و معنوية.[1]

[1] الموسوعة الشاملة لسوق الأوراق المالية، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لمنتدى سيدات الأعمال، مرجع سابق، بتصرف.

الفصل الثاني: الأوراق المالية محل التداول في البورصة

يطلق على الورقة المالية باللغة الفرنسية: " ***Valeur mobilière***"، و باللغة الإنجليزية: " ***Security*** ".

سنتناول في هذا المبحث الأوراق المالية محل التداول في البورصة، و المتمثلة أساسا في الأسهم و السندات، من خلال تعريفها و تبيان خصائصها و أنواعها ..الخ، بالإضافة إلى تناول حصص التأسيس، آليات إصدار الأسهم و السندات، و الإستثمار في الأوراق المالية، وذلك من خلال ثلاثة مباحث أساسية؛ و قد ارتأينا التطرق في مبحث تمهيدي إلى "محل التداول في البورصة"، و ذلك لضرورةٍ منهجية تدفعنا للإحاطة أولا بهذا المفهوم.

مبحث تمهيدي: محل التداول في البورصة

المطلب الأول: ضبط مصطلح "محل التداول في البورصة"

نشير هنا إلى أن التشريعات و المراجع و كذا القواميس الإقتصادية باللغة العربية تطلق على الأدوات محل التداول في البورصة مصطلح " الأوراق المالية "، بينما يستعمل المشرع الجزائري مصطلح " القيم المنقولة "، و هو ترجمة حرفية للنص الفرنسي " *Valeurs mobilières* "، و هو ما يعتبره بعض المختصين إخلالا بالمعنى الحقيقي للمصطلح، و ذلك من منطلق أن الترجمة الحرفية لا تؤدي دائما المعنى المطلوب،[1] و المصطلح الأصح - ها هنا - (في رأي هؤلاء المختصين) هو " الأوراق المالية "، و هو المصطلح المتداول في المراجع باللغة العربية على نطاق واسع عِوَضاً عن مصطلح " القيم المنقولة "، حيث أن هذا الأخير يستعمل على نطاق ضيق من طرف بعض التشريعات التي تستلهم تشريعاتها بصفة أساسية من النظام الفرنسي، و تعتمد الترجمة الحرفية للمصطلح من اللغة الفرنسية إلى اللغة العربية، على غرار المشرع الجزائري، بالإضافة إلى بعض المراجع على نطاق ضيق.

و بالعودة إلى التشريع الجزائري، يعود اعتماد هذا المصطلح – بالأساس - إلى كون أن المشرع الجزائري يعتمد في إعداد النصوص التشريعية و التنظيمية في النص الأصلي على

[1] يُقال: "من ترجم خان".

اللغة الفرنسية، ثم تتم ترجمتها إلى اللغة العربية، و هو ما يؤدي في بعض الأحيان إلى وقوع أخطاء في النسخة العربية،[1] و ذلك نتيجة لاعتماده الترجمة الحرفية البحتة، و من طرف أعوان غير مختصين في الأمور التقنية لمواضيع هذه النصوص، و التي تتميز مجالاتها بنوع من التقنية و التخصص والجانب الفني.[2]

و ما يهمنا في هذا الصدد، هو أنه يطلق على محل التداول في البورصة من حيث المبدأ مصطلح " الأوراق المالية "، إلا أن بعض التشريعات و معها بعض المراجع تستعمل مصطلح "القيم المنقولة" و المستوحى من الترجمة الحرفية للنص الفرنسي "*Valeurs mobilières*".

المطلب الثاني: ما هي الأوراق المالية ؟

الأوراق المالية هي الصكوك القابلة للتداول التي يصدرها أشخاص معنويون عموميون أو خواص لتمويل مشاريعهم الإستثمارية أو توسيع نشاطهم، و تشمل هذه الصكوك من ضمن ما تشمل:

- ☜ صكوك تمثل جزءا من الرأسمال أو الملكية في شركة ما، و هي **الأسهم**؛
- ☜ صكوك دين متوسطة أو طويلة الأجل، و هي **سندات الدين**.[3]

كما تم تعريف الأوراق المالية بأنها صكوك تمثل حق ملكية (أسهم) أو حق دين (سندات) على الجهات التي تصدرها، بحيث يكون لحملة ذات الصكوك حقوقا و التزامات متساوية، و على ذلك فإن للأوراق المالية خصائص عدة:

---

[1] لذلك يقوم المشرع من حين إلى آخر بتدارك الأخطاء في الترجمة العربية التي ترد في النصوص القانونية و التنظيمية، كما هو الأمر في القانون 03-04 المؤرخ في: 17 /2003/02، المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في: 1993/05/23، المعدل و المتمم، و المتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث تضمنت المادة 21 منه تصحيح بعض المصطلحات في الترجمة العربية، حيث جاء نص المادة كما يلي:
Art 21 : - Il est procédé dans le décret législatif n 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, susvisé, au remplacement dans la version en langue arabe, de :

- "l'appel public à l'épargne": (اللجوء العلني للتوفير) par (اللجوء العلني للإدخار).
- "la société d'administration (إدارة) de la bourse des valeurs mobilières" par la société de gestion (إدارة) de la bourse des valeurs mobilières.
- le profit (المغنم) par (الربح).

[2] أ. حسين مبروك، دروس مقياس "إعداد النصوص القانونية و دراستها" لطلبة السنة الرابعة بالمدرسة الوطنية للإدارة، السنة الجامعية 2005/2004.

[3] مطبوعات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (C.O.S.O.B)، "دليل القيم المنقولة"، أوت 2004، الجزائر، ص 3، بتصرف.

1. فهي تتمثل بكونها من المِثْلِيَّات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء، الأمر الذي يترتب عليه أن يتحدد لها بالسوق – سواء كانت البورصة أو غيرها – سعر موحد لكل ورقة مالية من ذات الطبقة و ذات الإصدار، سواء تعلق الأمر بالأسهم أو بالسندات.
2. و هي تعتبر مخزنا للقيمة (لا سيما بالنسبة للأسهم)، حيث تتزايد قيمتها مع استمرار نجاح الشركة أو المشروع المُصْدَر، و ذلك فضلا عما تدره على حائزها من دخل سنوي، مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة (إذا لم يكن ربحا) و في أسرع وقت، بحيث يكون التعامل في هذه الأوراق مشابها للإيداع والسحب من حسابات المصارف، مع ما تتميز به من عائد أكبر و إمكانية زيادة رأس المال بالنسبة لبعضها.
3. و هي تسمح بتعبئة المدخرات و تحسين توزيع المداخيل نظرا لإمكانية إصدارها بقيم تناسب مختلف المدخرين، الأمر الذي يُمَكّن من تعبئة موارد كبيرة بقدر اتساع قاعدة المشاركين.
4. و هي قابلة للتداول بالطرق التجارية، الأمر الذي يسهل قيام سوق للأوراق المالية تتميز بسرعة التعامل فيها، دون إغراق في الشكليات مما يعوق تداولها بين أصحاب الحقوق فيها، و من هنا، فإن محاولة زيادة كفاءة الأسواق التمويلية تقتضي توفير العناصر و المناخ المناسبين لتنوع الأوراق المالية بحيث تشمل الخصائص التي تناسب متطلبات المستثمرين والمقترحين من حيث الحجم، فترة الإستحقاق، درجة السيولة، و توقيت طرحها في الأسواق.[1]

و تشير الورقة المالية إلى التمثيل القانوني لحاملي الورقة تجاه المنشأة المصدرة لهذه الورقة، و التي تخول له الحق في الحصول على جزء من أصول المنشأة أو هما معا؛ فحملة الأسهم العادية و الأسهم الممتازة لهم الحق في الحصول على جزء من أصولها، وإن كان ذلك غير ممكن طالما أن الشركة مستمرة في العمل، كما أن حملة السندات مثلا لهم الحق في الحصول على عائد يتمثل في الفوائد المقررة على السند، كما أن لهم الحق في جزء من أصول الشركة بمقدار الأصول المرهونة لصالحهم، أو لهم الحق في أصول الشركة كلها في حالة تعرض الشركة للإفلاس و التصفية.[2]

[1] أ. خليل الهندي و القاضي أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 58.
[2] أ.د. محمد صالح الحناوي و د. جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 31.

و فيما يلي نتناول بالشرح أهم هذه الأوراق المتداولة في البورصة، و التي تتمثل أساسا في الأسهم بأنواعها و السندات بأنواعها، لنترك تناول ما استحدث من هذه الأدوات إلى الباب الثاني، حيث نتناولها رفقة الأوراق المالية المهجنة (المشتقات المالية)، و ذلك حرصا على ضرورة الإنتقال من الأصل إلى الفرع، و احترام التوازن الشكلي بين بابَيْ البحث.

المبحث الأول: الأسهم

يطلق عليها باللغة الفرنسية: " *Les actions* "، و باللغة الإنجليزية: " *Stocks*".

ينقسم رأسمال شركة مساهمة إلى أسهم، و تمثل هذه الأسهم مقابل المساهمات (العينية و/أو النقدية) المقدمة إلى الشركة، و عند إنشاء شركة ما، يدعى الأشخاص المساهمون في تكوين رأسمالها " المساهمون المؤسسون أو التأسيسيون ".

و تتمثل أسهم الشركة في السندات (الصكوك) القابلة للتداول، أي أنه يمكن بيعها في السوق، و حيازتها من أشخاص آخرين لم يشاركوا في إنشائها، و لذلك فإن السهم هو سند ملكية يطابق جزءا من رأسمال الشركة.[1]

المطلب الأول: تعريف الأسهم و خصائصها

أولا : تعريف الأسهم

يطلق السهم في اصطلاح الإقتصاديين تارةً على الصك، و تارة على النصيب الذي يعطى للمساهم:

فبالإعتبار الأول يعرف بأنه: صك يمثل جزءاً من رأسمال الشركة يزيد و ينقص تِبَعَ رواجها.

و بالإعتبار الثاني يعرف بأنه: نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال.

---

[1] مطبوعات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (C.O.S.O.B) ، مرجع سابق، ص 2.

جاء في المعجم الوجيز: السهم في علم الإقتصاد: جزء من رأسمال الشركة يزيد وينقص تِبَعَ رواجها.

و يرى البعض[1] أن السهم يراد به أمران:

1. نصيب المساهم في رأس مال الشركة.
2. الصك المكتوب الذي يتضمن حق المساهم، و ما هو مخول له من حقوق.

و بناء على ذلك، عرفت الأسهم على أنها: صكوك متساوية القيمة، و قابلة للتداول بالطرق التجارية، و التي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهَمَ (اشترك) في رأسمالها، و تُخَوِّل له حقوقا في الشركة لاسيما حقه في الحصول على الأرباح.[2]

كما تم تعريف السهم بأنه حق المساهم في شركة أموال، و هو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، و يمثل حق المساهم في الإشتراك في الجمعيات العمومية، و حق التصويت فيها و حق الإنتخاب و حق الأولوية في الإكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الإنقضاء.[3]

كما تم تعريفه بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، و يضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، و تكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم.[4]

فرأسمال شركات المساهمة و حصة المساهمين بشركات التوصية بالأسهم يتكون من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منها سهما، و يتم تمثيل ملكية الأسهم بصكوك، حيث يوضِّح كل صك:

- إسم الشركة المصدرة للصك؛

[1] أنظر: د. أبو زيد رضوان، شركة المساهمة، طبعة دار الفكر، 1983، ص 106.
[2] د.أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 45- 47، بتصرف.
[3] د. شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 21.
[4] د. طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، 2007، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 11.

- نوع السهم و رقمه؛
- عدد الأسهم بالصك.[1]

و يَظهَر السهم من ناحية شكله المادي في ورقة مطبوعة مزينة بنقوش تجعل تقليدها عسيرا، و تُمْهَرُ بخاتم الشركة، و يوقعه أحد أعضاء مجلس الإدارة حسب ما يقتضيه نظام الشركة.[2]

ثانيا: خصائص الأسهم

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص، و هذه الخصائص تكفل بدورها للسهم أداء مهمته في الحركة الإقتصادية، و هذه الخصائص هي:

أ- التساوي في القيمة:

من الخصائص التي تختص بها الأسهم أنها متساوية القيمة، و هذه القيمة يتم تحديدها من قبل القانون، يستوي في ذلك كل أنواع الأسهم، إذ أنها تقوم على مبدأ المساواة في الحقوق والإلتزامات، و الحكمة من تساوي قيمة الأسهم: تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية بسهولة ويسر من غير عناء، و تسهيل عملية توزيع الأرباح، و تنظيم سعر الأسهم داخل البورصة.

ب- قابلية الأسهم للتداول:

تعتبر هذه الخاصية من أهم خصائص الأسهم، فإذا نص في الشركة على عدم قابلية السهم للتداول فقدت الشركة صفة المساهمة.

و تعتبر هذه الخاصية من أهم الخصائص في شركات المساهمة، بل إن التداول يعتبر هو المعيار الأوفق للتفرقة بين شركات الأشخاص و شركات الأموال، بحيث إذا نص في نظام الشركة الأساسي أو صدر قرار من الجمعية العمومية يتضمن تحريم التنازل عن الأسهم فإن الشركة تفقد صفتها كشركة مساهمة، و تصبح من شركات الأشخاص.

---

[1] أ.د محمد صالح الحناوي و د. جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 32.
[2] د. شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 22.

ج- عدم قابلية السهم للتجزئة:

بمعنى أنه إذا مات أحد الشركاء فلا يجوز أن يُقَسَّمَ سهمه على ورثته، و إنما يختار الورثة من بينهم من يمثلهم في الجمعية العمومية، و حتى يستطيع مباشرة الحقوق الخاصة بهم.

د- تحديد المسؤولية:

و هذا يعني أن مسؤولية الشركاء في مواجهة الشركة تكون بحسب قيمة أسهمهم فيها، ولا يسألون عما يُجَاوِزُ ذلك، فإذا أفلست الشركة و صارت عاجزة عن سداد ديونها، فلا يُلزَم الشركاء بسداد ديونها من أموالهم الخاصة.

ثالثا: الأهمية الإقتصادية للأسهم

يعتبر إصدار الأسهم إحدى طرق التمويل الأساسية التي تلجأ إليها الدول المتقدمة، و لقد أدى وجود شركات المساهمة، بما يستتبعه من تقسيم رأسمالها إلى حصص صغيرة متساوية القيمة قابلة للتداول، إلى إيجاد النمو الإقتصادي في البلدان التي ظهرت فيها.

و من أهم ما تمتاز به هذه الصيغة، أنه يمكن من خلالها جمع رؤوس أموال كثيرة من مساهمات صغار المدخرين الذين ليست لديهم المقدرة على الإستثمار المباشر، كما أن المسؤولية المحدودة التي تتمتع بها شركات المساهمة كانت حافزا لدى الأفراد، إذ أنهم يعلمون أن ديون الشركة و خسائرها لا يمكن أن تمتد إلى أموالهم الخاصة، أي أن المخاطرة في هذا النوع يسيرة و محدودة.

أضف إلى ذلك، أن ميزة التداول التي تتمتع بها الأسهم تؤدي إلى جعل الإستثمار بالنسبة للأفراد جيد السيولة، مما يجعل شركة المساهمة متفوقة على صيغ الإستثمار الأخرى.

لكل ذلك، وجدت المجتمعات أن صيغة شركات المساهمة يمكن أن يكون لها دور بالغ الأهمية في التنمية الإقتصادية، حيث يتم تعبئة المدخرات من الأفراد و توجيهها نحو الإستثمار في المشاريع الصناعية أو الزراعية أو الخدمية، التي يصعب تمويلها بأي طريقة أخرى.[1]

المطلب الثاني: قيم الأسهم

اتفق الإقتصاديون على أن للأسهم قيم أربعة:

أولا : القيمة الإسمية

و هي القيمة التي تكون مبينة في السهم (على صك السهم)، و ذلك لأن السهم عندما يصدر فإنه يصدر بالقيمة التي دُفِعَت لامتلاكه.

ثانيا: قيمة الإصدار

يقصد بها: إصدار السهم بقيمة أقل من قيمته الإسمية أو الحقيقية بقصد زيادة رأسمال الشركة.

مثال:

إذا كانت القيمة الإسمية للسهم أربعة، فتصدر الشركة السهم بثلاثة بقصد زيادة رأس المال لإنقاذ الشركة من الإنهيار أو للتوسع في أعمالها، فيكون ذلك حافزا لأن يقوم المساهمون بإعطاء الشركة الأسهم بالقيمة الإسمية التي هي أربعة، و لكن يدفع المساهم أقل من قيمتها الإسمية، أي يدفع القيمة الإصدارية.[2]

و في نفس الصدد، و كمثال واقعي، نذكر عملية الإصدار الأولي للشركة ذات الأسهم "آليانس للتأمينات (*ALLIANCE Assurances*)"، و التي فتحت الباب لعملية الإكتتاب بغرض الإنضمام لبورصة الجزائر مطلع 2011، حيث تم تحديد القيمة الإسمية للأسهم المُصدَرة بـ 200 دينار للسهم، و بسعر إصدار يقدربـ 830 دج للسهم، و هو ما يبين نية الشركة

[1] د.أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 47- 52، بتصرف.
[2] د.أحمد محمد لطفي أحمد، نفس المرجع، ص ص 54-55.

في تحصيل قيمة سيولة تفوق القيمة الإسمية للأسهم المُصدَرة، و هو ما يعتبر عرضا غير جذاب لأصحاب الأموال، رغم وضع إجراء تحفيزي في هذا الصدد يتمثل في استفادة المساهمين الجدد من أرباح السنة الجارية 2010.[1]

ثالثا: القيمة الحقيقية للسهم

و هي النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة، أي رأس المال المدفوع وموجودات الشركة و ما أضيف إليها من أرباح، و هذه القيمة هي القيمة الإسمية عند ابتداء الشركة، و لكنها تختلف عنها بعد ذلك.

مثال: إذا كان رأسمال الشركة مليون دينار، و الشركاء عشرة، و مجموع أسهم الشركة عشرون سهما، لكل شريك سهمان فتكون القيمة الإسمية للسهم الواحد خمسون ألف دينار، و بعد فترة زاد رأسمال الشركة بعد نماء تجارتها فصار مليوني دينار، فترتفع بذلك قيمة السهم لتصبح مائة ألف دينار بعد أن كانت في بدئ انعقاد الشركة خمسون ألف دينار، و إذا صار رأسمال الشركة ثمان مائة ألف دينار تقل قيمة السهم لتصبح أربعون ألف دينار.

و لكن يلاحظ على هذه القيمة أنها لا تؤثر على توزيع الأرباح على المساهمين ما دام أنه لم تحدث أية زيادة في عدد الشركاء، و لم يتم طرح أسهم جديدة بقيمة إصدار.

رابعا: القيمة السوقية للسهم

و هي قيمة الأسهم عند عرضها للبيع في الأسواق التجارية، و هذه القيمة تختلف زيادة ونقصانا بحسب نجاح الشركة في أعمالها، و ضخامة موجوداتها، و بحسب رأسمالها الإحتياطي، و تختلف كذلك بحسب الظروف و الأزمات المالية و السياسية.[2]

---

[1] Prospectus d’information, " ALLIANCE Assurances " SPA, P P 1-4.

[2] د.أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص: 58-60، بتصرف؛ و انظر: د. أبو زيد رضوان، شركة المساهمة، طبعة دار الفكر، 1983، ص 112.

خامسا: القيمة الدفترية للسهم

و هي نصيب السهم من القيمة الدفترية لصافي أصول الشركة، و تكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الإسمية للسهم في حالة تكوين احتياطات و تكون أقل في حالة تحقيقها لخسائر، وتحسب القيمة الدفترية للسهم بقسمة صافي أصول الشركة على عدد الأسهم المُصْدَرة.[1]

و تمثل أيضا القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة، و تمثل تكلفة شراء هذا الأصل ناقص الإهتلاكات المتراكمة، و قد تصل القيمة الدفترية للأصل إلى الصفر عند اهتلاكه بالكامل، و لكن تبقى له قيمة اقتصادية لأنه يبقى منتجاً.[2] (*l'amortissement*)

المطلب الثالث: حقوق أصحاب الأسهم

يُخَوِّل وضع المساهم في الشركة عددا معينا من الحقوق، منها على الخصوص:

أولا: الحق في الإعلام

يجوز للمساهم أن يحصل مجانا من الشركة التي يكون مساهما فيها، على كل وثيقة تتعلق بتسيير شؤون الشركة، و في هذا الصدد، يمكن ذكر ما يأتي: الحصيلة المحاسبية، التقرير عن التسيير، تقرير محافظ الحسابات ... الخ.

و من جهة أخرى، فإذا كانت الشركة مسعرة في البورصة، فإنه يتعين عليها أن تبلغ المساهمين فيها و الجمهور عموما بما يأتي:

- إعلام محاسبي و مالي دوري: نشر الحالات المالية السنوية و السداسية في الصحافة؛
- إعلام دائم: و يُتَجَاوَزُ ذلك إلى التبليغ عن كل واقعة تعتبر هامة و كفيلة بالتأثير في سعر أسهمها في البورصة.

[1] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 158.
[2] دروس في الأسهم للمبتدئين: دراسة تفصيلية لمفهوم الأسهم و السندات ، د.ك، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لمنتدى العراق للأوراق المالية، وفق الرابط: http://www.iraqism.com/vb/forumdisplay.php?f=8، تاريخ التصفح: 2008/05/15، على الساعة: 18:35، بتصرف.

ثانيا: الحق في التصويت في الجمعيات العامة

تمثل الجمعية العامة للمساهمين فرصة متاحة لهؤلاء لإبداء رأيهم في تسيير الشركة، ويُطلّب رأي المساهم المعبَّر عنه من خلال ممارسة حق التصويت أثناء الجمعيات العامة للموافقة على بعض أعمال التسيير، و يتعلق الأمر خصوصا بالمصادقة على حسابات السنة المالية المنصرمة، تعيين أعضاء مجلس الإدارة، تعيين محافظي الحسابات، تعديل القانون الأساسي ... الخ.[1]

و هذا الحق هو حق أساسي ملازم للسهم، و لا يمكن نزعه منه بإصدار أسهم مجردة عن هذا الحق.[2]

ثالثا: الحق في المكافأة

يمكن أن تترتب عن سهم مكافأة في شكل عائد سهم، و يوافِق هذا العائد حصة الربح المحققة و المدفوعة عن كل سهم.

و يرتبط دفع هذه المكافأة، إذن، بالنتائج التي حققتها الشركة، و للجمعية العامة للمساهمين أن تقرر توزيعها و تحديد مبلغها.

و من المألوف أن الشركة لا توزع الأرباح إلا إذا حققت نتيجة صافية إيجابية (ربحا).

رابعا: الحق في الإكتتاب التفضيلي

و يتعلق الأمر بحق ممنوح للمساهم في حالة اتخاذ الشركة قرار القيام برفع رأسمالها.

---

[1] مطبوعات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (C.O.S.O.B)، سلسلة: "الإستعلام عن"، عدد: "الإستعلام عن: القيم المنقولة"، 2004، الجزائر، ص 3.

[2] أ. خليل الهندي و القاضي أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 40.

خامسا: الحق في التخصيص

يمارَس هذا الحق في حالة رفع الشركة القيمة الإسمية للسهم أو إنشاء أسهم جديدة، عند الإقتضاء، بتحويل الإحتياطي – الذي هو ملكية للمساهمين – إلى رأسمال.[1]

سادسا: حقوق أخرى

كما يتمتع أصحاب الأسهم بحقوق أخرى، نذكر منها:

- الحق في استرداد القيمة الإسمية للسهم؛
- حق اقتسام موجودات الشركة؛
- كل مساهم له الحق أن يتفرغ عن أسهمه لشخص آخر باستثناء:

☑ أسهم الضمان المخصصة لأعضاء مجلس الإدارة؛

☑ الأسهم العينية.

- يجوز لمالك السهم أن يُرتِّب على عاتقه حق انتفاع لشخص آخر، و يعود للمنتفع، في حال عدم وجود نص مخالف في نظام الشركة، أن يقبض الأرباح العائدة للسهم، و أن يُشرَك في التصويت في الجمعية العمومية العادية، التي تتخذ القرارات في إدارة الشركة و توزيع الأرباح.

و يكون لمالك الرقبة حق استرداد قيمة السهم عند التصفية، و حق الإكتتاب بالأسهم عند زيادة رأس المال، أما دعوى المسؤولية ضد أعضاء مجلس الإدارة فيجوز رفعها من قبل كل من المالك و المنتفع، لوجود مصلحة له في ذلك.

لا يجوز للشركة أن تحرم المساهمين أيًّا من هذه الحقوق، سواء في نظامها الأساسي، أم بقرار يصدر عن الجمعية العمومية بأغلبية المساهمين.[2]

---

[1] مطبوعات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (C.O.S.O.B)، سلسلة: "الإستعلام عن"، مرجع سابق، ص ص 3-4، بتصرف.
[2] أ. خليل الهندي و القاضي أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص ص 40-41، بتصرف.

المطلب الرابع: أنواع الأسهم

تتنوع الأسهم تِبعاً لطبيعتها، و يمكن تقسيم الأسهم إلى أربعة أقسام رئيسية، تتفرع عنها أقسام فرعية:

أولا : أقسام الأسهم من حيث طبيعة الحصة المقدمة

تنقسم الأسهم بهذا الإعتبار إلى قسمين:

1) الأسهم النقدية:

و هي الأسهم التي تدفع نقدا.[1]

و في هذا الصدد، حدد المشرع الجزائري نوعية الأسهم النقدية تحديدا دقيقا، حيث اعتبر أسهما نقدية:

1. الأسهم التي تم وفاؤها نقدا أو عن طريق المقاصة؛
2. الأسهم التي تصدر بعد ضمها إلى رأس المال الإحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار؛
3. الأسهم التي يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمه إلى الإحتياطات أو الفوائد أو علاوة الإصدار، و في جزء منه عن طريق الوفاء نقدا، على أن يتم وفاؤها عند الإكتتاب.

و تعتبر الأسهم الأخرى أسهما عينية.

شروط السهم النقدي:

يشترط في السهم النقدي الذي يكون حصة في رأسمال الشركة عدة شروط، منها:

[1] د.أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 61.

1. أن يكون معلوما، فلا تصح الشركة على مال مجهول، و يشترط فيه أن يكون معلوما قدرا و جنسا و صفة، دفعًا لجهالة الربح.
2. ألا يكون السهم مشتملا على الغرر، لَئِلاً يؤدي ذلك إلى التنازع و الإختلاف.

2) الأسهم العينية:

هي الأسهم التي تمثل حصصا عينية في رأسمال الشركة من منقول أو عقار، أو ما إلى ذلك من الموجودات (عقارات، آلات ...).

ثانيا: أنواع الأسهم من حيث الحقوق

مبدئيا تتمتع كل الأسهم بنفس الحقوق، لكن يمكن أن تنشأ في بداية حياة الشركة أو خلال تواجدها أسهم تتمتع بحقوق لا تتمتع بها الأسهم العادية.[1]

و عليه، تنقسم الأسهم من حيث الحقوق إلى قسمين:

1) الأسهم العادية:

الأسهم العادية هي الأسهم التي تتساوى في قيمتها، و تعطي لأصحابها حقوقا متساوية، و يحصل صاحبها على قدر متفق مع ما دفعه إلى الشركة دون أي زيادة أو مزية أخرى، ويتحمل الخسارة بقدر الأسهم، و بالتالي فهذه الأسهم لا تعطي لصاحبها أي مزية خاصة عن غيره من المساهمين.

2) الأسهم الممتازة:

هي الأسهم التي تختص بمزايا لا تختص بها الأسهم العادية.

و يعد تقرير هذا النوع من الأسهم استثناء على الأصل العام الذي يقضي بأن جميع الأسهم متساوية من حيث القيمة، و بالتالي يكون جميع الشركاء متساوون في الحقوق والواجبات، كما أن مسؤولية المساهمين تكون بحسب قيمة السهم، و مع ذلك تقوم بعض

[1] Gaston DEFFOSSE, La bourse des valeurs et les opérations de bourse, collection que-sais-je, presse universitaire de France, Paris, 7 ème édition mise à jour, 1970, P 16.

الشركات بإصدار أسهم جديدة تعطي لأصحابها بعض المزايا و الخصوصيات غير المتوفرة لأصحاب الأسهم العادية، و ذلك بإصدار أسهم ممتازة.

و الأسهم الممتازة تجمع بين سمات الأسهم العادية و السندات:

فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في أنه يمثل صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق، ويشبهه كذلك في تحديد المسؤولية، كما لا يحق لحملة الأسهم المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات.

و يشبه السند لأن نصيبه من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الإسمية، و أنه لا يجوز لحملة الأسهم العادية الحصول على نصيبهم من الأرباح، أو نصيبهم من أموال التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم منها.

و الأسهم الممتازة أيضا تشبه الدين، من حيث أنها تمثل التزاما ثابتا بقيمة الفائدة المحدد سعرها سلفا بنسبة من قيمتها الإسمية، إلا أنها تختلف عن القرض من حيث أن فوائد القرض لا ترتبط بنتيجة النشاط ربحا أو خسارة، و تَوَقُّف الشركة عن سداد فوائد القروض يشير إلى إعسار الشركة فنيا و ماليا، و ذلك في حالة ما إذا أخفقت في تحقيق فائض يكفي لسداد هذه الفوائد.

بينما الفائدة المقررة للأسهم الممتازة ترتبط بنتيجة النشاط، فإذا أخفقت الشركة و كان عائد النشاط سالبا لم يكن هناك وجه لإلزام الشركة بالسداد.[1]

صور الإمتياز:

الصورة الأولى: الإمتياز بالأولوية في الحصول على الأرباح

مُؤَدَّى هذا الإمتياز أن يُعطى المساهم صاحب السهم الممتاز نصيبه كاملا من الأرباح قبل توزيع الأرباح، و ما بقي بعد ذلك يوزع على باقي المساهمين بحسَب الإتفاق.

الصورة الثانية: الإمتياز بتقدير فائدة ثابتة و محددة

[1] د.أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 75-77.

و تقتضي هذه الصورة أن تُعطى لبعض الأسهم فائدة سنوية محددة و ثابتة، بغض النظر عن الوضع المالي للشركة، أي سواء ربحت الشركة أم خسرت.

الصورة الثالثة: حق استرداد قيمة أسهم الإمتياز عند انتهاء الشركة

مُؤَدَّى هذا الإمتياز: إعطاء أصحاب الأسهم الممتازة الحق في استرداد قيمة أسهمهم كاملة في حالة تصفية الشركة.

و تمنح الشركة هذه الأسهم تلك الإمتيازات لزيادة رأسمالها عن طريق اكتتاب أكبر عدد من المساهمين.

الصورة الرابعة: الإمتياز في حدود الأصوات

و هذا الإمتياز يتضمن صورتين:

الأولى:

تنازل صاحب سهم الإمتياز عن صوته مقابل دفع قيمة السهم على أقساط، و هو أمر لا شيء فيه ما دام قد تم بالإتفاق، كما أنه ليس فيه أدنى مخالفة لمقتضى عقد الشركة، و لا يعود إلى الجوانب المالية، و إنما أعطى له نوعا من التيسير في مقابل تنازله عن صوته.

الثانية:

منح بعض الأسهم أكثر من صوت في الجمعية العمومية.

و يُبَرِّر دعاة لجوء شركات المساهمة إلى إصدار الأسهم الممتازة: أنه إذا كانت القاعدة هي المساواة بين الأسهم في شركات المساهمة، إلا أن الضرورات العملية تغلبت على الإعتبارات النظرية التي تقضي بإعمال مبدأ المساواة، و يُدَلِّلون على ذلك بمثالين:

الأول: قد تحتاج الشركة إلى أموال جديدة فلا يسعفها في ذلك فكرة إصدار أسهم عادية، فتصدر الشركة هذا النوع من الأسهم، و هو ما يساعدها على أن تنهض من كبوتها و أن تجتاز محنتها.

الثاني: قد ترى الشركة أنه لا مناص من إجراء التصفية، الأمر الذي يتعرض معه الدائنون لخطر عدم الإستيلاء على شيء، و قد يقبلون وفاء لديونهم تسلم أسهم ممتازة.[1]

و يرى البعض[2] أن الأسهم الممتازة من حيث الأصل ليست مَعيبة، بل كل ما يَعيبُها أنها قد تفتح بابا للمحاباة و التفاضل بين المساهمين، و يُقرِّر هذا البعض أيضا أنه لكي يتسم إصدار الأسهم الممتازة بالمشروعية ينبغي النص عليها في النظام الأساسي للشركة حتى يكون المكتتبون على بينة منها وقت الإكتتاب، و إذا لم يُنَص عليها فلا يجوز إصدارها بعد ذلك إلا بإجراء تعديل في هذا النظام.

ثالثا: أنواع الأسهم من حيث الشكل

تنقسم الأسهم من حيث الشكل إلى أسهم إسمية، و أسهم لحاملها، و أسهم لأمر:

1) الأسهم الإسمية:

و هي الأسهم التي يُكتَب على كل سهم منها إسم صاحبه و لقبه و صناعته و موطنه وجنسيته و رقم السهم و نوع الشركة و رأسمالها و مركزها الرئيسي، و يُقَيَّد في سجل أيضا عمليات التنازل و كافة التصرفات التي تتم على السهم، و تاريخ حدوثها.

2) الأسهم لحاملها:

و هي الأسهم التي لا تحمل اسم صاحبها، بل يكون السهم مملوكا مُلْكا خالصا للشخص الذي يحمل صك ملكيته، و يتم التنازل عنه بتسليمه من البائع إلى المشتري.[3]

و نظرا لما يؤدي إليه إصدار هذه الأسهم من منازعات من جهة، و عدم إجازتها من الناحية الشرعية من جهة أخرى، فقد منع القانون المصري و السوري و الكويتي إصدارها.[4]

3) الأسهم لأمر:

---

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، نفس المرجع، ص ص 79-84، بتصرف.

[2] أنظر: د. أبو زيد رضوان: شركات المساهمة و القطاع العام، طبعة دار الفكر العربي، د.ت، ص 118.

[3] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 85-86، بتصرف.

[4] د. أحمد محمد لطفي أحمد، نفس المرجع، ص 88، بتصرف، عن: د. أبو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن، دار الفكر العربي، ص 533؛ و د. عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية و القانون الوضعي، ج 2، مؤسسة الرسالة، بيروت، الطبعة الرابعة، 1992، ص 221.

و هي الأسهم التي يذكر فيها اسم صاحب الحق مسبوقا بعبارة " لأمر" أو " لإذن" و يتم تداولها بطريق التظهير، أي يكتب على ظهر الصك ما يفيد تحويله إلى آخر مع التوقيع، و عندئذ يصبح الثاني هو صاحب السهم مباشرة دون الرجوع إلى الشركة، إلا أنه يشترط أن تكون القيمة الإسمية لهذه الأسهم قد دفعت بالكامل،[1] كما يشترط التصريح بجواز ذلك في قانون الشركة الأساسي.

تبديل السهم:

التبديل هو تغيير السهم الإسمي إلى سهم لحامله، و العكس بالعكس، و لا يجوز تبديل الأسهم الإسمية إلى أسهم لحاملها إلا إذا كان مصرحا بذلك في قانون الشركة، عندئذ، على صاحب الأسهم الإسمية أن يدفع كامل قيمة السهم عند إجراء التحويل.[2]

رابعا: أنواع الأسهم من حيث إرجاع القيمة

تنقسم الأسهم من حيث إرجاع القيمة إلى أسهم رأس المال و أسهم التمتع:

1) أسهم رأس المال:

هي الأسهم التي لم تُستَهلَك قيمتها أثناء حياة الشركة، فيظل رأس المال قائما داخلا في موجودات الشركة، متصلا بأموالها لحين انقضاء الشركة، و عند ذلك فقط يتقاسم المساهمون أموال الشركة، و يسترد كل منهم أسهمه في رأس المال، و كل ما يستحقه حسب نتيجة التصفية.[3]

2) أسهم التمتع:

هي الأسهم التي تُرَدُّ قيمتها تدريجيا أو مرة واحدة قبل انقضاء الشركة، أو هي الأسهم التي تُستَهلَك قيمتها في حياة الشركة، دون انتظار لانتهاء أجلها و تصفية موجوداتها.

و يقصد باستهلاك السهم (أو اهتلاكه *Amortissement*):

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، نفس المرجع، ص 88.
[2] د. شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 24.
[3] د. أحمد محمد لطفي أحمد، نفس المرجع، ص 89.

قيام الشركة بدفع القيمة الإسمية للمساهم أثناء حياة الشركة، لأن استهلاك السهم يبدو ضروريا في بعض الأحيان، خاصة إذا كانت ممتلكات الشركة مما يلحقها النقص بتوالي الزمن، كالشركات الحاصلة على امتياز من الحكومة، إذ أن هذه الشركات تكون مضطرة إلى تسليم ممتلكاتها في نهاية مدة الإمتياز.

و يكون الإستهلاك إما برد القيمة الإسمية للأسهم التي يتم اختيارها سنويا بطريق القرعة حتى نهاية مدة الشركة، أو برد جزء من القيمة الإسمية لجميع الأسهم سنويا.

و لا تُقْدِمُ الشركة على استهلاك أسهمها إلا لوجود سببين:

الأول:

حصول الشركة على امتياز من الحكومة أو غيرها من الهيئات العامة لمدة معينة لاستغلال مورد معين من موارد الثروة الطبيعية، أو مرفق من المرافق العامة تؤول بعدها ممتلكات الشركة للجهة مانحة الإمتياز، فتصير ملكا خالصا لها.

الثاني:

كون موجودات الشركة قابلة للزوال، أو كونها مما يهتلك بالإستعمال، كأن تكون سفنا أو طائرات، و بالتالي يستحيل على المساهمين في هذه الحالات الحصول على قيم الأسهم عند نهاية أجل الشركة.

وكثير من القوانين لا تُجيز عملية الإستهلاك إلا إذا كان مصدرها الربح أو الإحتياطات، و ليس رأس المال.[1]

و إذا لم يُراعَ هذا الشرط و حصل الإهتلاك من رأسمال الشركة اعتُبِرَ باطلا، لأنه انتقاص من رأس المال الضامن لوفاء دائني الشركة.[2]

و تختلف أسهم التمتع عن أسهم رأس المال في أن الأولى لا تعطي لصاحبها كل حقوق أسهم رأس المال في الأرباح، إذ ينص نظام الشركة عادة على إعطاء أسهم رأس المال نسبة

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، نفس المرجع، ص ص 89-92، بتصرف.
[2] د. شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 25.

معينة من الأرباح، ثم يوزّع فائض الربح بالتساوي بين أسهم رأس المال و أسهم التمتع، و لذلك فإن أسهم التمتع يجري تداولها في سوق الأوراق المالية بقيمة سوقية أدنى من قيمة أسهم رأس المال.[1]

المبحث الثاني: السندات

يطلق عليها باللغة الفرنسية: "*Les obligations*"، و باللغة الإنجليزية: "*Bonds*".

غالبا ما تكون أموال الشركة غير كافية لضمان تمويل مجموع احتياجاتها و نشاطاتها، أو بالأحرى نموها، و حتى تغطي ماليا مشاريعها المختلفة تلجأ الشركات إلى طلب رؤوس أموال خارجية، و أمامها في هذا المجال سبيلان:

الأول: رفع رأسمالها الإجتماعي أو فتحه و طرح أسهم جديدة للإكتتاب؛

الثاني: اللجوء إلى الإقتراض من مصادر عديدة منها القروض البنكية، و التي عادة ما تكون غير سهلة التحصيل، نظرا لارتباط القروض التي تمنحها البنوك بتوافر شروط معينة أهمها الإنتعاش المالي للشركة، و إما تحصل الشركة على القروض التي تحتاجها دون اللجوء إلى البنوك، حيث تقترض لدى الجمهور عن طريق عرض عمومي لإقراضها، و تصدر بذلك سندات قرض إذا كان حجم الشركة يسمح بذلك.

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 92.

المطلب الأول: تعريف السندات و خصائصها

أولا : تعريف السندات و مبررات اللجوء إليها

1) تعريف السندات:

يطلق عليها أيضا: " سندات الدَّين "[1]، و " سندات القرض ".

عُرِّف السند في اصطلاح الإقتصاديين بأنه: صك قابل للتداول يمثل قرضا يُعقَد عادة بواسطة الإكتتاب العام، و تقوم بإصداره الحكومة أو الشركات، و يعتبر حامل السند دائنا للشركة، له حق دائنية في مواجهتها، و لا يعد شريكا فيها.

و عرفت بأنها: عبارة عن وثيقة بقيمة محددة يتعهد مصدرها بدفع فائدة دورية في تاريخ محدد لحاملها.

و تم تعريفها بأنها: عبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها، و تثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة، و حقهم في الحصول على الفوائد المستحقة دون أدنى ارتباط بنتائج أعمالها ربحا كانت أو خسارة.[2]

كما عُرِّف السند بأنه شهادة تثبت دينا على الشركة أو الحكومة أو الجماعات المحلية المصْدِرة للسند، مقابل أن يحصل صاحب السند على فائدة سنوية ثابتة، كما أنه يستطيع استرجاع المبلغ الأصلي للهيئة المصْدِرة للسند إذا احتفظ به إلى غاية تاريخ الإستحقاق، أما إذا أراد استرجاع أمواله قبل تاريخ الإستحقاق فيمكنه بيع تلك السندات في البورصة.[3]

و تم تعريفه أيضا بأنه: حصة في ديون الشركة، أي أنه اتفاق تعاقدي لمدة معينة و لمبلغ معين بين المقرض و المُقترض، يتعهد فيه الأول (المدين) إلى الثاني (حائز السند) بدفع قيمة

---

[1] كما هو الحال بالنسبة للتشريع الجزائري.
[2] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 95-96.
[3] أ.د أحمد إبراهيمي (أستاذ بجامعة محمد بوضياف بالمسيلة)، السوق المالية ماهيتها و الأدوات المستخدمة فيها، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لشبكة النبأ المعلوماتية: http://www.annabaa.org ، تاريخ التصفح 2008/11/23، على الساعة 10:00.

السند في تاريخ محدد، بالإضافة إلى إجراء مدفوعات دورية (فوائد) طيلة حياة السند، و يكون للسند أولوية الحصول على التصفية مقارنة بالسهم عند تصفية الشركة.[1]

و تم تعريفها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (C.O.S.O.B) كما يلي:

" سند الدين هو سند مالي قابل للتداول، يجسد التزام مُقتَـرِض إزاء مُقـرِض يضع في مقابل ذلك أموالا تحت تصرفه، و يتجسد هذا الإلتزام بموجب عقد إصدار يحدِّد خصائص الإقتراض و كيفيات تسديد الأموال و طريقة مكافأة المُقرِض ".[2]

ويمثل السند إذاً دينا للمُقرِض على الشركة، على خلاف السهم الذي يمثل حصة للشريك في الشركة، و بالتالي يعتبر حامل السند دائنا للشركة، و حامل السهم شريكا فيها، و يترتب على ذلك أن لحامل السند الحق في فائدة ثابتة و إن لم تحقق الشركة أرباحا، كما له حق استيفاء قيمة سنده إلى الموعد المتفق عليه أثناء حياة الشركة، و هذا على خلاف المساهم، الذي لا يسترد قيمة سهمه - مبدئيا – إلا بعد انقضاء الشركة و تصفيتها.

2) مبررات اللجوء إلى السندات على حساب الأسهم:

يفضل المساهمون في الشركة عادة اللجوء إلى السندات على إصدار أسهم جديدة وعرضها للإكتتاب العام اجتنابا لدخول شركاء جدد يقاسمونهم الأرباح، و هو ما يؤدي إلى انخفاض حصة ربح المساهم.

كما تضمن هذه الطريقة للشركات إدارة مستقرة، و ذلك من خلال اجتناب دخول مساهمين جدد قد يحاولون تعديل هذه الإدارة، فضلا عن أن معدل الفائدة الذي يُعطى للمُقرِض عادة ما يكون أقل من النصيب الذي يعود للمساهم في الأرباح.

و يجد المقرضون بدورهم مزايا هامة في استيفاء فائدة ثابتة لا يتوقف مصيرها - كأنصبة المساهمين - على تحقيق الشركة للأرباح، و هم يتقاضون هذه الفائدة بالأفضلية على

[1] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 180.
[2] مطبوعات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (C.O.S.O.B) ، سلسلة: "الإستعلام عن"، مرجع سابق، ص 4.

المساهمين، إذ تشكل دَيناً على الشركة واجب الوفاء قبل أنصبة هؤلاء، سواء من الأرباح أم من رأس المال عند التصفية.[1]

كما يكمن سر قوة السندات و تفضيلها عن أي نوع آخر من الأوراق المالية، أن السلطات المختصة تُلزم الشركة مصدِرة هذه السندات بأن توفر الضمان اللازم لتسديد قيمة هذه السندات، سواء من منشآت الشركة أو أي أصول أخرى، بحيث إذا جاء وقت سداد الفائدة الدورية للسندات و عجزت الشركة عن تسديد قيمتها، من حق حامل السند أن يحصل على حقه بالطرق القانونية من خلال بيع أصول الشركة، و في حالة إفلاس الشركة مثلا يكون أصحاب السندات أول من يحصل على حقهم قبل أي فرد آخر.[2]

3) العناصر التي يتضمنها السند:

يتضمن السند، عادة، العناصر التالية:

1. المبلغ الذي يدفعه المكتتب للحصول على السند؛
2. المبلغ الذي تتعهد الشركة بوفائه لحامل السند؛
3. سعر الفائدة الثابتة و مواعيد و طرق دفعها؛
4. فترة القرض (تاريخ الوفاء)؛
5. سعر إصدار السندات.

[1] أ. خليل الهندي و القاضي أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 43، بتصرف.

[2] أ. نبيل محبوبي، أنواع الأوراق المالية، دراسة منشورة على الشبكة العنكبوتية وفق الرابط: http://mahboubinabil.6.forumer.com/viewtopic.php? ، تاريخ التصفح: 2008/08/15، على الساعة: 18:15.

ثانيا: خصائص السندات

- إن السند على خلاف السهم يعد دَيْنًا على الشركة، و ليس جزءا من رأسمالها، و بالتالي إذا أفلست الشركة يدخل حاملوا السندات مع غيرهم من الدائنين لاستيفاء حقوقهم؛
- السند محدد بوقت محدد على خلاف السهم، و يترتب على ذلك حصول صاحب السند على الفائدة المشترطة له في التاريخ المحدد، بغض النظر عن الوضع المالي للشركة أي سواء ربحت الشركة أم خسرت؛
- لا يشترك حامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين، و لا يكون لقراراتها أي تأثير بالنسبة له، إذ لا يجوز للجمعية أن تُعَدِّلَ التعاقد و لا أن تغير موعد استحقاق الفوائد؛
- يحصل حامل السند على ضمان خاص على بعض موجودات الشركة، و قد يكون الضمان عاما على أموالها، و لذلك يحصل على حقه في حالات التصفية قبل أن يحصل حامل السهم على أي شيء؛
- قرض السندات للجمهور يكون قرضا جماعيا، فالشركة تتعاقد مع مجموع المقترضين، لأن القرض مبلغ إجمالي مقسم إلى أجزاء متساوية هي السندات؛[1]
- يكون السند طويل الأجل، في حين أن الأوراق التجارية قصيرة الأجل.[2]

كما نجد من أهم مميزات السند:

- **معدل الفائدة الإسمية أو الكوبون (*Le coupon*):**

هو المكافأة أو التعويض الذي يُعطيه مُصدر السهم إلى حامله، و يتم تحديد هذه النسبة بعد إصدار السهم، و يمكن أن تتراوح على فترات من الوقت، أو يمكن أن تكون ثابتة ثباتاً مطلقاً، كما يُستخدَم أيضاً تحديد مبلغ الكوبون الذي يتم رده على أقساط منتظمة، و يطلق عليه النسبة المئوية للقيمة الحقيقية.

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 96-97.
[2] د. شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 27.

- **موعد الإستحقاق:**

هو الموعد الذي ينتهي بمقتضاه العقد الذي يربط بين مُصدِر السهم و حامله، و هذا هو التاريخ الذي يتم فيه رد المبلغ الأصلي إلى حامل السند.[1]

ثالثا: الجهة المصدرة للسند

الدولة، منشآت القطاع العام، المصارف، المنشآت الخاصة، تجمعات أخرى..؛ و بحسب التجربة الفرنسية، فالنقابة المصرفية للتوظيف تضم:

- ☜ المصارف المُكلفة بتحديد (مع الجهة المصدرة للسند) خصائص القرض، و ضمان توظيفه (بيعه و شرائه) لدى المكتتبين؛
- ☜ وسطاء آخرون: يساهم عملاء الصرف و محاسبو الخزينة.. الخ بتوظيف القرض لدى المكتتبين؛
- ☜ مكتتبون أفراد: يكتتب الأفراد، في المتوسط، على 20 % من قيمة السندات؛
- ☜ مكتتبون مؤسسات: تكتتب المؤسسات، في المتوسط، على 80 % من قيمة السندات.

و تجدر الإشارة إلى العمولة التي يحصل عليها الوسطاء من جرّاء هذه العملية، و التي تتراوح بين 1 و 3 %، بحسب نوعية الجهة المصدرة للسند، و كذلك، لأسباب أخرى تتعلق بصفات السند نفسه.

و بالطبع، يختلف موضوع تحقيق مثل هذه السندات من بلد إلى آخر، من حيث تفاصيل الإصدار، و تقدير القيمة، و إيصاله إلى المكتتب الأخير؛ إلاّ أنه في أغلب الدول توجد منظمات تتدخّل من أجل مراقبة مثل هذه العمليات، بهدف السهر على صحة و قانونية الإصدار، وبالتالي ضمان الحد الأدنى لحقوق المكتتبين النهائيين، و خصوصاً الأفراد.[2]

---

[1] سمير العبيدان، ألف و باء الأوراق المالية، طبعة على شكل PDF، د.ت، ص ص 32-33؛ المصدر: محرك البحث على الشبكة العنكبوتية "*Google*"، تاريخ إجراء البحث: 2009/06/19.

[2] ما هي البورصة ، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لتعليم التداول في العملات الأجنبية (الفوركس)، مرجع سابق.

المطلب الثاني: أنواع السندات

تنقسم السندات باعتبارات متعددة، و ذلك على النحو التالي:

أولا : تقسيم السندات باعتبار المصدر

تنقسم السندات باعتبار الجهة التي تقوم بإصدارها إلى أربعة أقسام أو أنواع:

سندات المنظمة الإقليمية، سندات الدولة، سندات الهيئات الحكومية المحلية، سندات الشركات.

و سنتناولها تِبَاعاً من خلال ما يلي:

1) سندات المنظمة الإقليمية:

و يتميز هذا النوع بصدوره من قبل هيئات دولية كالبنك الدولي للإنشاء و التعمير، و يتم استخدام الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها.

2) سندات الدولة (*Rentes*):

هي صكوك متساوية القيمة تمثل دينا مضمونا في ذمة الحكومة، و هي ذات فوائد ثابتة غالبا، و يتم طرحها للإكتتاب العام و تتداول بالطرق التجارية، و تكون دائمة أو مستهلكة.

و هذه السندات تصدر من قبل الدولة بغرض تمويل الإنفاق العام، و تصَنَّف من حيث درجة المخاطرة بحسب العوامل الإقتصادية و السياسية.[1]

و ينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة على أنها أكثر جاذبية؛ إذ عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي، وهو ما يَندُر أن يتحقق للأوراق المالية الأخرى، يضاف إلى ذلك تضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله، فالحكومة المركزية

---

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 100-101.

يمكنها زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من السندات أو عن طريق فرض ضرائب جديدة إذا ما اضطرت لذلك.

و عادة ما تنشر الصحف في الدولة المعنية معلومات عن تلك الأوراق، مثل تاريخ الإستحقاق و معدل الكوبون،[1] و التغير في سعر الشراء عما كانت عليه في اليوم السابق، والعائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر.[2]

كما أنه - و نظرا للضمانات التي تحملها هذه السندات – فقد تهافت الجمهور عليها وبلغت نسبتها في التداول حدا عاليا، و حافظت على مستوى أسعارها، و اعتبرها المدّخرون ملجأ لمدخراتهم من التقلبات الإقتصادية.[3]

و من أمثلة هذه السندات:

- **سندات الخزينة:** و يطلق عليها سندات أوراق الخزانة، و هي عبارة عن سندات تصدرها الحكومة، و تتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر و عام كامل، وهي أوراق لا تحمل فائدة، و إنما تباع بخصم معين على قيمتها الإسمية، وتمنح الحكومة عليها فائدة قليلة نسبيا.
- **شهادات الخزانة:** و هي عبارة عن تعهد بدفع مبلغ معين من المال إضافة إلى فائدة محددة في تاريخ معين، و لا تتجاوز مدتها العام الكامل.
- **سندات البلدية:** و هي السندات التي تصدرها هيئة حكومية، أو التي تصدرها البلديات أو الإدارات المحلية، و تكون أرباحها معفاة من ضريبة الدخل.
- **سندات حكومية بعملات أجنبية:** و هي التي يصدرها البنك المركزي، وتسمى سندات التنمية الوطنية، و هي تباع على نطاق واسع في الأسواق الدولية.
- **شهادات الإستثمار:** و هذه الشهادات تصدرها البنوك في بعض الدول، وتعتبر دينا لصالح الحكومة، و تنقسم هذه الشهادات في بعض الأحيان إلى مجموعات مشابهة لسندات الخزينة.

---

[1] كوبون السهم أو السند (*Le coupon*): يُمثل العائد على السهم أو السند، أي يُعَدُّ بمثابة الربح الذي جناه السهم أو السند من جراء الإستثمار.

[2] أ. حسام الدين محمد، أنواع الأوراق المالية، دراسة منشورة على الشبكة العنكبوتية وفق الرابط: http://akhbar.khayma.com/search.php?query=&topic=58 ، تاريخ التصفح: 2008/05/15، على الساعة: 15:40.

[3] د. شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 31.

3) سندات الهيئات الحكومية المحلية:

و هي السندات التي تصدر من طرف الهيئات العامة و البلديات و المدن، و غالبا ما تكون هذه السندات ذات مدة استحقاق طويلة، الأمر الذي يجعل هذه السندات تتأثر بمخاطر التضخم، و بالتغييرات التي تحدث على أسعار الفوائد.[1]

و تصنف القروض (أو السندات) الحكومية إلى قروض مؤقتة *Emprunts provisoire* ، و قروض نهائية *Définitifs* .

أ- القروض المؤقتة:

هي القروض التي تعقدها الحكومات و تُسَدَّدُ عادة بعد مهلة قصيرة، باعتبار أن نفقات الحكومة دورية و منتظمة، بينما واردات الضرائب غير منتظمة؛ و هي تلجأ إلى هذه الطريقة لتأمين النفقات الضرورية في انتظار حصيلة الضرائب، و أشهر هذه القروض أذونات حكومية (*Bons de trésor*)، و يكون استحقاق هذه الأذونات بعد 90 يوما من تاريخ الإصدار، وتُطرَح في التداول مع فواصل زمنية قصيرة يمكن معها الحصول على سندات بتواريخ استحقاق مختلفة؛ تباع هذه الأذونات بأقل من قيمتها الإسمية، و يكون مردودها هو الفرق بين سعر الشراء و القيمة الإسمية.

ب- القروض النهائية:

تصدر سندات هذه القروض على شكلين:

1. **سندات ريع قابلة للإطفاء *Rentes amortissables* :** تتضمن هذه السندات شروط الإصدار و كيفية إطفاء القرض.
2. **سندات ريع دائم *Les rentes perpétuelles* :** و ذلك إذا طُرحت السندات دون بيان موعد التسديد و طريقة إطفاء القرض.[2]

---

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 101-102.
[2] د. شمعون شمعون، مرجع سابق، ص ص 31-32.

4) سندات الشركات:

و يَصدُر هذا النوع من طرف الشركات التجارية و الصناعية و شركات الخدمات، وتصنف هذه السندات حسب ملاءة الإصدار، و عادة ما يقوم بهذا التصنيف بعض الجهات المختصة المعترف بها من قبل المقرضين و المستثمرين.

ثانيا: تقسيم السندات باعتبار شكل الإصدار

تنقسم السندات باعتبار شكل الإصدار إلى قسمين:

1) السند لحامله:

هو السند الذي يصدر خاليا عن اسم المستثمر، فتنتقل ملكية السند بطريق الإستلام، ويكون لحامله الحق في الحصول على الفائدة عند استحقاقها، و تحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند و تقديمه للبنك المعين، و عند حلول موعد الإستحقاق يكون لحامله الحق في استلام قيمته الإسمية من البنك مباشرة.

2) السند الإسمي:

هو السند الذي يحمل اسم صاحبه، و يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة التي أصدرتها، و هذه السندات يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، و يشمل التسجيل كلا من الدَّيْن الأصلي و فائدته، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلا جزئيا، و يقتصر التسجيل في هذه الحالة على أصل الدَّيْن فقط، أما الفائدة فتُأخَذ في شكل كوبونات ترفق بالسند، و تُنزَع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.[1]

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 102-104.

ثالثا: تقسيم السندات باعتبار نوع العائد الذي تذره

1) سندات ذات فائدة دورية ثابتة:

و هو النوع العادي المألوف الذي يستحق فائدة بمعدل ثابت على القيمة الإسمية للسند، بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة.

2) سندات ذات إيراد متغير:

إذ ينقسم عائدها إلى فائدة ثابتة دورية و دخل إضافي يتغير بتغير أرباح الشركة، ويسمى هذا النوع **بسندات الدخل**.

3) سندات ذات نصيب:

و لها الحق في فائدة ثابتة سنوية و يحصل بعضها – و الذي يعين سنويا بالقرعة – على جوائز مالية كبيرة.

رابعا: تقسيم السندات باعتبار ما تتمتع به من ضمان

1) سندات عادية:

ليس لها أي ضمان سوى الضمان العادي العام الذي يتمتع به باقي الدائنين و ينصب على جميع أصول الشركة و ما تتمتع به من مقدرة على تحقيق الأرباح.

2) سندات مضمونة برهن على بعض أصول الشركة

3) سندات مضمونة بواسطة هيئة خارجية:

سواء من ناحية سداد قيمة السند أو الفائدة الدورية، و غالبا ما تكون هذه الهيئة إحدى الهيئات الحكومية أو البنوك.[1]

[1] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 183.

المطلب الثالث: طرق تسديد السندات

بعد أن يتم الإكتتاب بالسندات المصْدَرة، يقوم المشروع بإدارة دَيْنِه حتى يتحقق تسديده بالكامل، و هذا التسديد يَفترِض تأمين خدمة الدين، أي دفع الفوائد و تسديد أصل الدين (السند)، كما أن التسديد المذكور يمكن أن يحصل عند الإستحقاق، أو عبر الإستهلاك، أو أخيرا قبل حلول أجل الإستحقاق إذا ما كان العقد يسمح بذلك.

أولا: التسديد عند الإستحقاق (*Remboursement à l'échéance ou « in fine »*)

القرض المسدَّد أو المستهلَك عند الإستحقاق (*in fine*) يعني أن المشروع اختار تسديد قيمة السند إلى حامله عند حلول أجل الإستحقاق؛ هذا النموذج من التسديد يتيح الإستفادة من كامل القرض طيلة أجله، و لا يقوم المشروع – طيلة هذه الفترة – سوى بتسديد الفوائد السنوية؛ و عادة، لا تلجأ إلى هذا الأسلوب إلا المشروعات التي تتوقع تحسنا في تدفقاتها النقدية عند الإستحقاق.

إذن، كما تم الإيضاح، يسدد رأس المال فقط في نهاية مدة القرض، أما الفوائد فتُقسَّط على طيلة فترة التسديد.

ثانيا: التسديد عبر الإستهلاك (*Remboursement par amortissement)*

التسديد عبر الإستهلاك يعني تقسيط التسديد على امتداد (خلال، طيلة) أجل القرض، على أن يجري السحب بالقرعة لتحديد السندات التي تسدد سنويا.

ثالثا: التسديد المسبق

يمكن أن يحدث تسديد السندات بتاريخ يسبق ميعاد استحقاقها، إما بمبادرة من الشركة المصدِرة حصرا، و إما بمبادرة من الحامل أو المصدَر له.

1) التسديد بمبادرة من المُصدِر:

في حال عدم إدراج النصوص الخاصة بالتسديد المسبق في متن عقد الإصدار، لا يستطيع المُصدِر فرض هذا التسديد على حاملي السندات؛ في هذا الإطار، تقوم الشركة بالتسديد المسبق في الحالات التالية:

- استنادا لبند في العقد ينص على التسديد المسبق؛
- إعادة الشراء في البورصة؛
- تحويل القرض (*Conversion*).

2) التسديد بمبادرة من الحامل أو المُصدَر له:

التسديد بمبادرة من الحامل يتعلق، ها هنا، بالسندات المختارة، و الفائدة التي يحققها المستثمر يقابلها نوع من التغريم (جزاء) على آخر قسيمة مقبوضة، و بذلك، فإن معدل المردود بالقيمة الحالية (*Taux de rendement actuariel*) يتدنى.

على العكس من ذلك، إذا كان التسديد بمبادرة من المصدِر، فيتوجب على هذا الأخير أن يقوم بدفع علاوة تسديد تجعل معدل المردود بالقيمة الحالية أكثر ارتفاعا؛ و طلب التسديد – سواء أكان صادرا عن الحامل أم عن المصدِر – فهو مرتبط بشروط السوق، فالمستثمرون والمقترضون يقارنون بين معدل التعويض الذي تضَمَّنه عقد الإصدار، و بين الشروط الجديدة لقرض آخر في وقت معين.[1]

[1] د. وسام ملاك، البورصات و الأسواق المالية العالمية: ج 1، دار المنهل اللبناني – مكتبة رأس النبع، 2003، بيروت، ص ص 287-296، بتصرف.

مقارنة بين السهم و السند

السهم Action	السند Obligation
- جزء من رأسمال الشركة	- دين على الشركة
- المساهمون هم شركاء أو ملاك الشركة	- يعتبر حملة السندات دائنين
- عائد السهم متغير	- عائد السند ثابت
- حامل السهم يحصل على عائد لا يعتمد على الربح فقط، و إنما باتخاذ القرار بتوزيعه	- حامل السند يحصل على فائدة بغض النظر عن حجم الأرباح و توزيعها
- عائدات الأسهم تعتبر توزيعا للأرباح تخضع للضريبة	- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة
- للمساهمين حق الإطلاع و الحصول على معلومات بخصوص سير العمل بالشركة، لذلك من حقهم: أ- حضور اجتماعات الجمعية العامة ب- حصولهم على المستندات و التقارير الدالة على نشاط الشركة	- حملة السندات ليس لهم أي حق في حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير و البيانات عن نشاط الشركة.
- للمساهمين حق المشاركة في إدارة شؤون الشركة: أ- من خلال الموافقة على الحسابات الختامية للسنة المنتهية. ب- من خلال تعيين أعضاء مجلس الإدارة	- حملة السندات ليس لهم أي حق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالتين فقط: أ- تغير الشكل القانوني ب- إدماج الشركة في أخرى يُمَكّن للمساهمين إنهاء المديونية، و من حق حملة السندات استرداد قيمة السندات خلال ثلاثة أشهر.
- يمكن إصدار الأسهم بالقيمة الإسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الإسمية و سعر الإصدار (علاوة الإصدار).	- يمكن إصدار السندات بالقيمة الإسمية، و قد تسدد بقيمة أعلى من القيمة الإسمية، أي بعلاوة.

- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة، و لا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده، و هو قابل للزيادة أو النقصان.	- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد و بالكامل.
- للمساهمين حق الأولوية في الإكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.	- ليس لحملة السندات أي حق أفضلية أو أولوية في الإكتتاب في زيادة رأس المال.
- عند تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم الحق في استرداد مدخراتهم أو ما يخصهم بعد تسديد كافة الديون.	- حامل السند له الحق في استرداد مبلغ المديونية قبل أن يحصل المساهمون على أي شيء.
- القيمة الجارية (السوقية) للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم و سعر الفائدة الجاري.	- القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري و سعر الفائدة الإسمي (على السند).[1]

المبحث الثالث: حصص التأسيس، آليات إصدار الأسهم و السندات، و الإستثمار في الأوراق المالية

المطلب الأول: حصص التأسيس

قد يبذل المؤسسون جهدا كبيرا، و يقدمون خدمات نادرة لإتمام تأسيس الشركة وإخراجها إلى حيز الوجود، لذلك ابتدع العمل صورة لمكافأتهم على ذلك، بمنحهم ما يعرف بـ: **" حصص التأسيس "**.[2]

و تعرف حصص التأسيس بأنها: الصكوك القابلة للتداول، و التي تصدرها شركات المساهمة بغير قيمة إسمية، و تمنح أربابها نصيبا في أرباح الشركة، و ذلك مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة.

[1] ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها: الأسهم و السندات)، الطبعة الأولى، 1998، الجزائر، ص 44.
[2] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 165.

و حصص التأسيس بناء على ذلك هي: عبارة عن نصيب مقدر من أرباح الشركة، ممثلا في شكل صكوك قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة بغير قيمة إسمية لأولئك الذين قدموا خدمات جليلة أثناء تأسيس الشركة مثل: براءة اختراع، أو تحصيل التزامات من شخص اعتباري عام.

و سميت حصص التأسيس بذلك، لأنها تُقَرَّرُ في بدء الشركة للمؤسسين مكافأة لهم على جهودهم التي بذلوها في سبيل إنشاء الشركة، و هذا النظام كان معمولا به في أول ما عُرِف هذا النوع من الحصص، و لكن أعطيت حصص التأسيس بعد ذلك لغير المؤسسين، و في غير وقت تأسيس الشركة.

فهذه الصكوك يُعطى لأصحابها نصيب من أرباح الشركة، و تَقبَل التداول، و بذلك تتفق مع الأسهم؛ لكنها تختلف جوهريا من حيث أنها تصدُر بدون قيمة إسمية على عكس الأسهم، ولا تمثل أي حصة من رأس المال، لأن أصحابها لا يساهمون في رأس المال، كما أنها لا تُخَوِّل لهم أي حق لإدارة الشركة، فضلا عن أنه يمكن إلغاؤها.

و يعود ظهور حصص التأسيس لأول مرة إلى سنة 1858 بمناسبة تأسيس شركة قناة السويس البحرية، فقد نص نظامها على إعطاء حصص تأسيس مكافأة لمؤسسي الشركة والحكومة المصرية و الحكومة الفرنسية، و ذلك للجهود التي بذلوها لإنجاح المشروع.

و نتيجة لطبيعة الأهداف التي تسعى إليها حصص التأسيس، لا سيما استخدامها كوسيلة لشراء ذمم رجال السياسة و غيرهم، و كذلك نتيجة ما أدت إليه من نتائج بالغة السوء، وقفت الكثير من التشريعات منها موقف العداء، فحرمها المشرع الفرنسي في قانون الشركات الصادر سنة 1966، و كذلك فعل المشرع السوري .. و تجاهلها القانون العراقي و الكويتي، و أقرها قانون الشركات بمصر الصادر سنة 1981 بقيود، و كذلك نظام الشركات في السعودية وغيرها.[1]

أما المشرع الجزائري فقد منع إصدارها (سماها حصص المؤسسين) بموجب المادة 715 مكرر 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، المعدل

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، نفس المرجع، ص ص 113-114.

والمتمم للقانون التجاري، و ذلك أسوة بالمشرع الفرنسي الذي كان قد ألغاها بموجب المادة 468 من القانون الصادر بتاريخ 24 أفريل 1966.

المطلب الثاني: آليات إصدار الأسهم و السندات

أولا : آليات إصدار الأسهم

يتم عرض و تقديم أسهم الشركات المسجّلة في البورصة الرسمية لعامة الناس، إما في لحظة دخولها إلى البورصة، أو بمناسبة زيادة رأسمال الشركة.

و يحصل تسجيل أسهم الشركات في السجلات الرسمية -عادة - بناءً على طلب الشركة المعنية، و بعد موافقة الإدارة المختصة بهذه الشؤون في البورصة، التي تمنح تأشيرة الدخول للملف المعَدّ من قِبَل الشركة، و الذي يتضمن عقد و ثبوتيات التأسيس، و تركيبة مجلس الإدارة، و قائمة بأسماء المساهمين، و وصف أنشطة و فعاليات الشركة، و كذلك المعلومات الضرورية عن الفروع التابعة لها، و حساباتها المصرفية و المالية، و أخيراً، مبررات سعر البدء أو الدخول.

تُقدم الإدارة المسؤولة عن رفض أو قبول طلب الشركة عدداً من الشروط، منها على سبيل المثال لا الحصر:

- على الشركة المتقدمة بطلبها أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنوات (أو المواسم) الثلاث الفائتة؛
- أن تقدم عرضاً لوضعها المالي بدقة؛
- أن تضع لعامة الناس 25 % من الأسهم على الأقل.

يبدو - في العادة - أن السعر الأولي، بشكل عام، هو أكبر من سعر العرض، و ذلك، بسبب الإعجاب الكبير للمستثمرين الأوليين بمثل هذه الشركة الجديدة.. و لكن يشهد العديد منها، فيما بعد، تطورات و تحولات في أسعار أسهمها نحو الإنخفاض (والأمثلة كثيرة و متعددة في البورصات العالمية كافة)، إذ غالباً ما يكون التقدير الأولي متفائلاً بشكل مُبالَغ فيه، و بالتالي يحصل الإنخفاض.. الخ.

و يوجد عادة إلى جانب السوق الرسمية، في المناطق الأخرى غير العاصمة، سوق أخرى (خارج التسجيل الرسمي)، تمَكّن الشركات الأخرى من رؤية و تحديد أسعار أسهمها، دون أن تحقق الشروط المفروضة من إدارة البورصة الرسمية؛ و في الواقع، عرفت هذه السوق الثانية (غير الرسمية)، في كثير من البلدان، نجاحاً كبيراً منذ بداية الثمانينات - خاصة بالنسبة للشركات الكبيرة و المتوسطة الحجم - عندما كان يرغب عدد قليل من المساهمين في بيع أسهمهم، أو عندما كانت ترغب الشركة بفتح فرع جديد إضافي.

فعلى سبيل المثال، تضم مثل هذه السوق الثانية في فرنسا أسماءً شهيرة من الشركات، وبقدرات رأسمالية كبيرة، نذكر منها: مانوكيان، بنتي، باتور، كونفوراما للتوزيع، المحطة التلفزيونية الأولى (TF1).

و تتطلب عملية رفع أو زيادة رأسمال شركة ما، مسجّلة في البورصة رسمياً، موافقة الإدارة المعنية بهذا الموضوع، و التي تعطي موافقتها على الملف، الذي يتضمن تفاصيل وهدف العملية؛ و تشير الشركة المعنية بالأمر إلى المبلغ المطلوب تحصيله من الناس، و إلى عدد الأسهم الجديدة المطروحة، و بالنتيجة تشير أيضاً إلى سعر الإصدار للسهم، و يتحدّد هذا الأخير، عادة، بأقل من السعر الجاري في البورصة، بهدف جذب المكتتبين، إلاّ أنه لا يمكن أن يكون أدنى من القيمة الإسمية للسهم.

و في الحقيقة، يتمتع حاملوا الأسهم القديمة بميزة الأحقية في الإكتتاب على الأسهم الجديدة، و يتوجب على المكتتبين الجدد شراء هذه الحقوق، ليتمكنوا من المساهمة في الإصدار؛ و في البلدان "الإنغلوساكسونية"، يمكن أن يتم الإكتتاب على جزء من الكم المطروح، و يمكن حتى إلغاء العملية بالكامل، فيما لو لم يتوفر مكتتبون لهذه الأسهم؛ أما في فرنسا، فالنظام أكثر قسوة أو شدّة، بسبب الدور الهام الذي تلعبه المصارف في مثل هذا الموضوع، إذ تقوم تلك الأخيرة بغربلة "*Filtrage*" (دراسة و تمحيص المشاريع المتقدمة لهذه الزيادة في رأسمالها)، و بعد ذلك، تقوم بدعم و تأييد تلك التي تعتقد بنجاحها شبه المؤكد.

و في أغلب الأحيان، تضمن المصارف نجاح العملية، و تحتفظ في محفظتها الإستثمارية بالأسهم التي لم يُكتتب عليها، مما يبرر- من وجهة نظرها- العمولة المرتفعة التي تطلبها، والتي تتراوح بين 2 و 5 % من رؤوس الأموال المكتتب عليها بحسب الحالة، فعلى سبيل المثال:

حصلت المصارف الفرنسية على عمولة بلغت 20 مليون فرنك فرنسي عام 1986، نتيجة زيادة رأسمال شركة "فاليو" بمبلغ 700 مليون فرنك مكتتب عليها، بدلاً من أن يذهب هذا المبلغ لخدمة الحاجات المالية للشركة.

من جهة أخرى، صدرت قوانين متعددة في أغلب دول العالم، تفيد بتقديم تسهيلات وإعفاءات ضريبية للشركات التي ترغب بزيادة رأسمالها، كقانون "جاك دولر" الصادر عام 1982.

في الواقع، منحت مثل هذه القوانين الشركات المعنية إمكانية التخفيض من أرباحها الخاضعة للضريبة، الفوائد الذاهبة لحاملي الأسهم الجديدة، إلا أنه اعتباراً من عام 1986، تطورت عملية الإصدارات الدولية للأسهم، بحيث بدأ يتم جزء من التوظيف (أو بالكامل) خارج البلد الأصلي للإصدار، و هناك العديد من الأمثلة، نذكر منها الشركات التالية: لافارج، رون بولانك، تومسون، لوريال، بيجو، ميشلان..الخ، إذ أنها (أي هذه الشركات) استخدمت الوسطاء الإنغلوساكسونيين و السويسريين و الألمان و اليابانيين.

ثانيا: آليات إصدار السندات

يتم - في العادة - توظيف الأموال في شراء السندات عن طريق دعوة الإدخار الخاص، لشراء ما نسبته 20 % على الأغلب، و المؤسسات أو الشركات الكبرى لباقي النسبة، أي حوالي 80 %، و على الأغلب تقوم مؤسسات التأمين و صناديق التقاعد و الإيداعات بتوظيف أموالها في شراء مثل هذه السندات.

و في الحقيقة، يُعتبر موضوع تقدير سعر السند بشكل يومي، و حتى بيعه و شراؤه، عبارة عن ميزة كبيرة للمدخر الفردي، و كذلك للمؤسسة أو للشركة التي هي بحاجة كبيرة لمعرفة وضعها المالي بشكل يومي، و أما فيما يتعلق بتوظيف أو باستثمار الأموال في الخارج (أي في البورصات الدولية)، فلفرنسا تجربة خاصة بها منذ عام 1985، عندما أصدرت قانوناً

تحصر فيه مثل هذه العمليات بنقابة أو تجمع المصارف التي تقوم بمثل هذه التوظيفات، وتحاول ضمان نهاية و نجاح مثل هذه التوظيفات.[1]

المطلب الثالث: الأوراق المالية: الإستثمار فيها، و المخاطر التي تتعرض لها

أولا : الإستثمار في الأوراق المالية

1) ضبط مفهوم الإستثمار في الأوراق المالية:

الإستثمار في الأوراق المالية ما هو إلا تخصيص لجزء من الأموال لتوظيفها في أصول مالية لفترة من الزمن، للحصول على تدفقات نقدية مستقبلا، أي أن المستثمر يخصص جزءاً من المال يتاجر به على أمل الحصول على عائد في المستقبل، و هذا الإستثمار، إما أن يكون استثمارًا فرديًا، أي شراء ورقة أصل مالي واحد فقط، أو استثمارًا متعددًا، و يطلق عليه المحفظة الإستثمارية، و تعني أن يقوم المستثمر بتكوين مجموعة من الأصول المالية، و تحقيق التوظيف الأمثل لما تمتلكه هذه الأصول من أموال.

و المستثمر حينما يقرر استثمار أمواله في سوق البورصة، فإنه يحتاج إلى مجموعة من الأسس و المعايير التي تساعده على اتخاذ القرار الرشيد بالإستثمار في هذا الصك أو ذاك، وهذه المعايير أو الأسس بعضها ذو طابع اقتصادي و مالي، و البعض الآخر ذو طابع فني بياني.[2]

و ينقسم المستثمرون في الأوراق المالية إلى نوعين:

- ☜ نوع يهدف إلى تحقيق الربح عن طريق شراء هذه الأوراق المالية و انتظار ارتفاع أسعارها ثم بيعها؛

---

[1] ما هي البورصة ، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لتعليم التداول في العملات الأجنبية (الفوركس)، مرجع سابق.
[2] ورشة عمل " بورصة الأوراق المالية و كيفية المضاربة فيها"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الدراسة منشورة وفق الرابط: http://www.arado.org.eg/AradoPublications.asp?Action=ListAll ، تاريخ التصفح: 2006/11/23، على الساعة 10:25.

☜ و نوع آخر هم المستثمرون الحقيقيون الذين يهدفون إلى توظيف مدخراتهم و الحصول على عائد لهذه المدخرات من الربح الموزع من قبل الشركات التي يحملون أسهمها وسنداتها.

هذا النوع من المستثمرين يؤدي لمجتمعه خدمة جليلة، أما النوع الأول من المستثمرين فيعتبر آفة للسوق (المضاربون)، لأنهم يعمدون إلى التأثير على العرض و الطلب، و إطلاق الشائعات، و ذلك لتحقيق أهدافهم من الكسب.[1]

2) مزايا و مخاطر الإستثمار في الأسهم:

تعتبر الأسهم أفضل أداة مالية للإستثمار على المدى الطويل، لا سيما إذا كان الهدف من الإستثمار هو تحقيق النمو.

و عندما يشتري المستثمر سهماً، فهو بذلك يصبح مالكاً لجزء من الشركة يعادل قيمة هذا السهم.

و يحقق ملكية السهم مزايا لصاحبه من خلال:

- زيادة حصته من ملكية الشركة بما تمثله قيمة الأسهم التي يمتلكها، مع زيادة نمو الشركة، و هذا ما يعكسه بصورة مباشرة سعر السهم الذي سيرتفع محققاً أرباحاً رأسمالية.
- الحصول على توزيعات من أرباح الشركة.

و لكن الإستثمار في الأسهم لا يخلو من المخاطر، و من أمثلة مخاطر الإستثمار في الأسهم:

- مخاطر تقلب أرباح الشركة.
- مخاطر انخفاض سعر السهم.
- مخاطر عدم سيولة السهم، و هو ما يعني انخفاض الطلب على شرائه.

[1] د. شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 16.

3) مزايا و عيوب الإستثمار في السندات:

هناك العديد من **المزايا** المتعلقة بالإستثمار في السندات، سواء للمستثمر الفرد، أو للإقتصاد القومي، أو للشركة المصدرة لها، حيث تعتبر السندات أحد مصادر التمويل الملائمة للحكومة، كما أنها تعد من مصادر التمويل منخفضة التكلفة بالنسبة للشركات، و تعطي للشركة المصدرة ميزة ضريبية، حيث يخصم عائد السندات من الوعاء الضريبي للشركة، وأيضاً لا تؤدي السندات لفقدان المساهمين الحاليين السيطرة على إدارة الشركة كما أشرنا سابقا، لأن حملة السندات ليس لهم حق التصويت في الجمعية العمومية.

و من حيث المزايا للمستثمر، نجد أن السندات أداة مالية معفاة من الضرائب، كما أن لأصحاب السندات الأولوية على حملة الأسهم عند اقتسام أصول الشركة في حالة التصفية.

كذلك، يكون لحامل السند حق طلب إشهار إفلاس الشركة المصدرة عند عدم التزامها بالوفاء بمتطلبات خدمة السند، كذلك، هناك ضمانات للمستثمرين يتم منحها بواسطة جهات ضامنة أخرى غير الشركة، مثل البنوك و المؤسسات المالية.

و لكن، في المقابل هناك **مخاطر** تواجه حملة السندات، و لعل الخطر الرئيسي يتمثل في عدم قدرة الشركة المصدرة للسند على دفع العوائد بانتظام، أو رد المبلغ الأصلي عند الاستحقاق.

و لكي يمكن تحديد إجمالي مستوى المخاطر المتعلقة بإصدارٍ ما من إصدارات السندات، على المستثمر متابعة و معرفة درجة التصنيف الإئتماني للسند المطلوب شراؤه، و لهذا السبب، ألزمت الهيئة العامة لسوق المال في مصر (مثلا) كل من يصدر سنداً بضرورة الحصول على حد أدنى من التصنيف الإئتماني من إحدى وكالات التصنيف الإئتماني المعتمدة.[1]

---

[1] الهيئة العامة لسوق المال المصرية، الأوراق المالية و أنواعها، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني للهيئة العامة لسوق المال المصرية، وفق الرابط: http://www.cma.gov.eg/investor/guide/arabic/Investor_Education/kinds.html، تاريخ التصفح 2008/05/15، على الساعة: 11:45.

ثانيا: المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية

هناك عدة أنواع من المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية، و التي تتعلق على الخصوص بسعر الفائدة، السوق، و التضخم، بالإضافة إلى مخاطر الأعمال، المخاطر المالية، مخاطر السيولة، مخاطر سعر الصرف، و كذا المخاطر السياسية؛ و التي نتناولها تِبَاعاً و بنوع من الإختصار من خلال ما يلي:

1) مخاطر سعر الفائدة:

هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، حيث أن العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و أسعار الفائدة عكسية.

2) مخاطر السوق:

هي التغيرات التي تحدث في العوائد على الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في السوق ككل، كالركود الإقتصادي أو الحروب.

3) مخاطر التضخم:

ففي حالة التضخم، يتأثر العائد الحقيقي حتى و لو كان العائد الإسمي مضمون (كما في حالة السندات الحكومية).

4) مخاطر الأعمال:

هي المخاطر الناتجة عن التعامل في صناعة معينة، و على سبيل المثال، يمكن أن تواجه شركة محلية لصنع السيارات منافسة قوية من منتجين أجانب.

5) المخاطر المالية:

هي المخاطر المرتبطة بنسبة الديون المستخدمة في هيكل رأسمال الشركة.

6) مخاطر السيولة:

هي مدى صعوبة بيع و شراء هذه الأوراق المالية في السوق الثانوي.

7) مخاطر سعر الصرف:

هي المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف، و لاسيما بالنسبة المستثمرين الذين يستثمرون في الأسواق العالمية.

8) المخاطر السياسية:

تؤثر هذه المخاطر على قرار كل من المستثمر المحلي و الأجنبي؛ و يمكن أيضاً وضع تلك المخاطر ضمن إطارين: المخاطرة المنتظمة و المخاطرة غير المنتظمة:

أ . المخاطرة المنتظمة أو المخاطرة غير القابلة للتنويع: هي ذلك الجزء من المخاطرة الذي تسببه عناصر تؤثر على السوق ككل، و بالتالي لا يمكن التخلص منه من خلال التنويع لأنه يؤثر على كل الشركات في نفس الوقت، و من بين هذه العناصر نجد: التضخم، و أسعار الفائدة، و السياسات المالية و النقدية.

ب. المخاطرة غير المنتظمة أو المخاطرة القابلة للتنويع: المخاطرة التي تسببها عناصر خاصة بالشركة، و بالتالي يمكن التخفيض من حدتها من خلال التنويع، لأن أي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى، و من بين هذه العناصر هناك إضراب العمال، سوء إدارة الشركة، و ارتفاع مستوى الديون.[1]

[1] المعهد العربي للتخطيط بالكويت، دراسة منشورة وفق الرابط: www.arab_api.org/course9/c9_1.htm ، تاريخ التصفح: 2008/05/23، على الساعة 10:22. .

خلاصة الباب الأول

استعرضنا في هذا الباب ماهية سوق الأوراق المالية و الأوراق المالية محل التداول فيها، و ذلك من خلال استعراض التطور التاريخي لظهور البورصات و إنشائها في العالم، على اعتبار أنها آلية لتسيير نظام للمعاملات، و المعاملات التي تتم داخل المجتمع لم تكن إلا نتيجة لتطور في نظام هذه المعاملات على مدى التاريخ، أفضى إلى الوصول إلى هاته الآلية في تنظيم و تصريف هذه المعاملات، و ذلك من خلال الحاجة المستمرة إلى الضبط و التطوير، فوجود الأسواق المالية عموما ارتبط بوجود المدنية و الحضارة.

كما حاولنا في هذا الباب الوصول إلى إدراك مفهوم البورصة و الإحاطة بالوظائف الأساسية لها و أهميتها و الشروط اللازمة لنجاح دورها، حيث أمكننا ذلك من إدراك مدى أهمية الدور الذي تلعبه البورصة، و المتمثل أساسا في حشد و تعبئة الموارد المالية المدخرة، وتسخيرها لمصلحة المنشآت التي تبحث عن التمويل لأعمالها و مشاريعها، سواء في حالة إنشاء وحدات جديدة أو في حالة توسيع النشاط؛ كما تمكننا من أخذ لمحة عامة عن التشريعات التي تحكم نشاط البورصات، و التي كانت تتميز في البداية بالعمومية و عدم التخصص، لتأخذ مسارها في التطور و التخصص فيما بعد، اعتبارا لتطور التعاملات و الممارسات التجارية وأنظمة الضبط و الإدارة؛ كما تمكنا من الإحاطة بالأنواع المختلفة للبورصات حسب الأهمية التي تحتلها و الدور الذي تلعبه في عالمنا اليوم، مع التطرق لمختلف التحالفات على مستوى العالم في مجال البورصات، و ذلك استكمالا لمحاولة الإحاطة بمختلف جوانب مفهوم البورصة، على اعتباره موضوع واقعي و له جوانب متعددة على مستوى الممارسة، و التي من أهمها الإتجاه إلى التكتل و التحالف بفعل العولمة المالية، و بهدف مجابهة الأزمات المالية المستعصية جماعيا.

كما تمكننا في هذا الباب أيضا من الإحاطة بالأوراق المالية الأساسية محل التداول في البورصة و المتمثلة أساسا في الأسهم و السندات، و ما تتميز به من خصائص و أنواع، فالأسهم و السندات تعتبران السلع الكلاسيكية الأساسية المتداولة في البورصة، قبل أن يتم اللجوء إلى أنواع جديدة في العقود الأخيرة، نتيجة الحاجة إلى الإبتكار و الإبداع بهدف تقليل المخاطر،

وكذا الإتجاه إلى تنويع هذه الأدوات لمنح فرص أكبر للمستثمرين، بالإضافة إلى التطرق إلى حصص التأسيس (أو حصص المؤسسين) و التي تعتبر – هي الأخرى - من الأدوات الكلاسيكية محل التداول في البورصات، مع التعرض إلى الإستثمار في الأوراق المالية، على اعتبار أنه الباعث على لجوء الناس إلى البورصة و محاولة فهم آلية عملها، و التعرف على مختلف أنواع الأوراق المالية، بهدف تحديد أكثرها جاذبية في اتخاذ قرار الإستثمار.

الباب الثاني: سوق الأوراق المالية: نظام عملها و مظاهر التجديد

إن محاولة فهم موضوع البورصة و الأدوات المالية محل التداول فيها لا يتم دون التطرق إلى تنظيمها، مختلف المتدخلين فيها، آلية عملها، و مظاهر التجديد في الأدوات محل التداول فيها، لذلك، و بعد تعرفنا في الباب الأول عن مفهوم البورصة، و تناول بعض المفاهيم المرتبطة بها، و تعرُّفِنا على الأوراق المالية الكلاسيكية محل التداول فيها، نأتي في هذا الباب إلى تناول نظام عمل البورصة و مظاهر التجديد في أدواتها، مع أخذ نظرة عن مكانة البورصة إقليميا (في الوطن العربي) و محليا (في الجزائر).

حيث سنتناول هذا الباب من خلال ثلاث فصول أساسية، حيث نخصص الفصل الأول لتناول عناصر سوق الأوراق المالية و نظام عملها، و ذلك استكمالا لمحاولة الإحاطة بماهية البورصة، لنتناول في الفصل الثاني إتجاهات التجديد في الأدوات المالية محل التداول في البورصة، و الذي نستعرض من خلاله مختلف الأنواع التي ظهرت عبر البورصات العالمية في ظل موجة الإبتكار التي غزت الأوراق المالية، لنعرج في الفصل الثالث على الجزء العملي من هذا البحث، و ذلك من خلال أخذ نظرة عن مكانة البورصة إقليميا و محليا، إقليميا من خلال استعراض مكانة البورصة في الوطن العربي، و ذلك اعتبارا لانتمائنا الإقليمي له، و بحكم إتفاقيات الربط بين البورصات العربية التي يتم بلورتها و السعي إلى تحقيقها على أرض الواقع، و محليا، على اعتبار أن الباعث على تناولنا لهذا الموضوع هو اعتماد نظام البورصة في الجزائر منذ أكثر من عشرية، مما يستدعي الوقوف عند هذه التجربة و تقييها، و بالتالي الوصول إلى تشريح الوضعية التي تعرفها و لو وفق نظرة شمولية.

و عليه، و انطلاقا مما سبق، نكون قد خلصنا إلى تناول هذا الباب وفق ثلاث فصول أساسية كما يلي:

- **الفصل الأول:** عناصر سوق الأوراق المالية و نظام عملها؛
- **الفصل الثاني:** إتجاهات التجديد في الأدوات المالية محل التداول في البورصة؛
- **الفصل الثالث:** مكانة البورصة في المنطقة العربية و الجزائر.

الفصل الأول: عناصر سوق الأوراق المالية و نظام عملها

سنحاول في هذا الفصل التعرض إلى هيكل البورصة، أو الإطار العام المكون لها، والتطرق إلى مختلف المتدخلين فيها، لنخلص إلى التعرض لتنظيمها و نظام عملها، و ذلك من خلال ثلاث مباحث أساسية، و التي نتناولها من خلال ما يلي:

المبحث الأول: مكونات سوق الأوراق المالية: إطارها العام

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى نوعين أساسيين:

أسواق أولية (و هي الأسواق التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة)؛ وأسواق ثانوية (و هي التي تتم فيها عملية تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في الأسواق الأولية)، و سنتناولهما من خلال المطلبين الموالبين.

المطلب الأول: السوق الأولي (أو سوق الإصدار)

أولا: تعريف السوق الأولي

يختص السوق الأولي بالتعامل في الإصدارات الجديدة، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو للتوسع في مشروع قائم، و ذلك من خلال زيادة رأسمالها؛ و هذا يعني أن المؤسسات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية و طرحها للإكتتاب، سواء كان اكتتابا عاما أو اكتتابا خاصا، و هذا ما يعطي فرصة لجميع الأفراد و الهيئات المختلفة - عن طريق مدخراتهم - للمشاركة في توفير الأموال.

إذن، فالسوق الأولي ما هو إلا أداة لتجميع المدخرات و تقديمها للمشروعات، و تنشأ نتيجة لذلك علاقة بين مقدمي الأموال (المكتتبين)، و بين تلك المشروعات.

و الحقيقة، أن كل مستثمر في السوق الأولية - سواء كان يريد أن يصبح مساهما أو مُقرضا – إنما يريد أن يتخلص من السيولة ذات الدرجة الأولى " النقود المدَّخَرة "، و يُحوِّلها إلى نوعية جديدة من السيولة الثالثة المجمدة "الأسهم و السندات "، و هو يبحث من

خلال ذلك على تحقيق عائد على الأصول المستثمَرة، يتمثل في قيمة الفائدة أو الربح؛ و يستطيع أن يتحول إلى السيولة من الدرجة الأولى مرة ثانية، و التخلص من الأسهم و السندات، من خلال إعادة طرحها مرة أخرى في السوق المالية.[1]

و تجدر بنا الإشارة ها هنا، إلى أن هناك نوعين من الإكتتاب عند طرح الأوراق المالية في السوق الأولى – كما ذكرنا سلفا -:

- **إكتتاب عام:** يتم من خلاله طرح الأوراق المالية للبيع لمجموع المستثمرين في السوق.
- **إكتتاب خاص (أو مغلق):** يتم من خلاله طرح الأوراق المالية للبيع لعدد محدود من المستثمرين.[2]

ثانيا: أساليب إصدار الأوراق المالية في السوق الأولي

يتم إصدار الأوراق المالية الجديدة في السوق الأولي من طرف الشركات المصدرة من خلال اتباع بعض أو كل الأساليب التالية:

1) أسلوب البيع المباشر:

و يتم من خلال قيام الشركات المصدرة نفسها ببيع الأوراق المالية - التي تعود إليها – مباشرة إلى المستثمرين الطبيعيين و المعنويين في السوق دون تدخل وسطاء، و مقابل الحصول على الثمن النقدي (للإصدارات)، و الهدف من هذا الأسلوب هو توفير الوقت و الجهد و عدم الإلتزام بالتسجيل في البورصة، إلا أنه قد يترتب على اتباع هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية، بالإضافة لعدم كفاية أو توفر الخبرة التسويقية المناسبة.

2) أسلوب المزاد:

و يتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكمية المُراد بيعها و سعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل، إلى بيع كامل الإصدار.

[1] أ.د أحمد إبراهيمي، السوق المالية: ماهيتها و الأدوات المستخدمة فيها، مرجع سابق.
[2] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 22، بتصرف.

3) أسلوب البيع غير المباشر:

و يتم من خلال قيام طرف ثالث وسيط (*Underwriters*) نيابة عن الشركة المصدرة بعملية الإكتتاب و التسويق و البيع للمستثمرين، و ذلك، من أجل تلافي التكاليف العالية والشروط القاسية، و تجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة، لكن عليها تحَمُّل ما قد يترتب على ذلك من تكاليف و عمولات إضافية لابد و أن يتقاضاها هذا الوسيط، و الذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا، حيث يقوم، بالإضافة إلى ذلك، بإسداء النصح و المشورة حول الحجم و التوقيت و الجدوى من الإصدار، و يتولى كافة الإجراءات التنفيذية اللازمة للإصدار و البيع.[1]

المطلب الثاني: السوق الثانوي (أو سوق التداول)

أولا : تعريف السوق الثانوي

السوق الثانوي هي السوق التي تُتَداول فيها الأوراق المالية التي تم إصدارها في الأسواق الأولية، و تعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة، مثل: شركات السمسرة، صناديق الإستثمار، و شركات إدارة محافظ الأوراق المالية.[2]

و بالتالي، فإن فارق الحصيلة النقدية الناتج عن انتقال ملكية الأوراق المالية في السوق الثانوي لا يذهب للشركة المصدرة، و إنما يتحرك باستمرار بين مستثمر مالي و آخر، وباتجاهين (بيعا و شراء)، و دون أن تتأثر الشركة المصدرة للأوراق المالية؛ أما في السوق الأولي - و كما أسلفنا سابقا – فإن الأوراق المالية تتحرك من مستثمر مالي (المدخر) إلى مستثمر مادي (الشركة المصدرة)، و باتجاه واحد فقط، أي أن الحصيلة النقدية في السوق الثانوي تذهب من و إلى حملة الأوراق المالية، و ليس للمؤسسات أو الشركات المصدرة للأوراق المالية (كما هو عليه الحال في السوق الأولية)، الأمر الذي يضمن توفير عنصر

---

[1] د. فيصل محمود الشواورة، بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية و العملية، الطبعة الأولى، 2008، دار وائل، عمان، ص ص 55-56.
[2] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 22.

السيولة بشكل دائم، بالإضافة لما يترتب على الأسعار السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه من إفصاح لحظي عن القيمة الإقتصادية للشركات المصدِرة.[1]

و جدير بالذكر أن هناك علاقة وثيقة بين الأسواق الأولية و الأسواق الثانوية، حيث أن الأسواق الثانوية تُتَداوَل فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية، و لذا، فإن وجود الأسواق الثانوية ضروري، حيث تعطي المستثمرين الثقة في إمكانية بيع الأوراق المالية إذا احتاجوا إلى سيولة، كما أن الأسواق الأولية - عند إصدارها لأوراق مالية لأول مرة - تسترشد بمستويات الأسعار السائدة في السوق الثانوية.[2]

كما تجدر الإشارة إلى أن بعض المختصين يذهبون إلى اعتبار السوق الثانوي هو البورصة بمعناها الضيق، حيث يعتبرونها (أي البورصة) السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية دون غيره.[3]

و يختلف السوق الثانوي عن السوق الأولي من حيث أنه:

- مفتوح لعدد أكبر من المتعاملين مقارنة بالسوق الأولي؛
- أن التعامل فيه مفتوح على مدار السنة عكس الإكتتاب الأول الذي تُحدَّد مدته؛
- تتعدد فيه المعاملات بيعا و شراء، بينما يكون اتجاه التعامل في السوق الأولي بيعا واحدا، و شراء واحدا.[4]

ثانيا: أنواع الأسواق الثانوية

هذا، و تنقسم الأسواق الثانوية إلى: أسواق منظمة و أسواق غير منظمة.

[1] د. فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص ص 56-57.
[2] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص ص 23-24.
[3] أحمد الهدواج (الرئيس المدير العام لبورصة تونس سابقا "1993-2005")، دور البورصة في الإقتصاد، عرض تقديمي (*Présentation PowerPoint*)، ليبيا، أفريل 2007؛ المصدر: محرك البحث "*Google*"، تاريخ إجراء البحث: 2009/11/05، ص 22.
[4] د.محسن أحمد الخضيري، مرجع سابق، ص 41.

1) الأسواق المنظمة:

و هي البورصات التي تخضع للقوانين و القواعد التي تضعها الجهات الرقابية، و تُدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، و تُتَداوَل فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، و التي تتحدد أسعارها من خلال المزاد، لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد، و من أمثلتها بورصات: نيويورك، لندن، طوكيو .. و غيرها.

هذا، مع ملاحظة أن هناك شروطا لتسجيل الأسهم في البورصة تتعلق بأرباح الشركة، و حجم أصولها، و الحصة المتاحة للجمهور من خلال الإكتتاب العام، و عدد المساهمين، وسمعة الشركة على المستوى الوطني، و على مستوى الصناعة التي تنتمي إليها، و بمجرد استيفاء الشركة لتلك الشروط فإنها تحصل على موافقة لجنة الأوراق المالية بالبورصة (لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها COSOB في الجزائر)،[1] كما يتعين عليها نشر تقارير مالية ربع سنوية بجانب الحسابات الختامية السنوية؛[2] و تختلف هذه الشروط من دولة إلى أخرى، و ذلك حسب ظروف كل دولة و أهدافها التي تسعى إليها.[3]

2) الأسواق غير المنظمة:

و فيها تُتَداوَل عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة من خلال تجار (*Dealers*)، و يتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض، حيث أنه لا يوجد مكان مادي محدد للتعامل، و الذي يتم من خلال شبكة اتصالات.

هذا، و يوجد "الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية *National Association of Security Dealers* NASD) " في الو.م.أ، و الذي يضم السماسرة و التجار المتعاملين في السوق غير المنظمة، حيث يقوم هذا الإتحاد بتنظيم العمل في السوق، و منح التراخيص للسماسرة بعد اجتيازهم اختبارات معينة مؤهلة، كما أن الإتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل، مثل أسعار الأوراق المالية و أحجام التعامل.[4]

---

[1] أنظر المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل و المتمم بالأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10 يناير 1996، و بالقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003.

[2] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 23.

[3] د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية قريقاص، البورصات و المؤسسات المالية، مرجع سابق، ص 297.

[4] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص ص 23-24.

إذن، فالأسواق غير المنظمة تعتمد على التجار الذين لديهم مخزون و يتاجرون لحسابهم، و ليس لحساب غيرهم، و لا يترتب على التعامل فيها أية تكاليف أو عمولات سمسرة أو وساطة.

كما يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج مقصورة البورصة، و عادة ما يتولاها بيوت وساطة و سمسرة، و تمتاز بسرعة البيع و الشراء، وببساطة الإجراءات و كبر حجم المعاملات، و تتطلب خبرة و كفاءة عالية في التعامل.[1]

إذن، أي سوق للأوراق المالية لا بد أن يتكون من شقين أساسيين هما السوق الأولي، أي سوق الإصدار، و السوق الثانوي، أي سوق التداول، و إن كان السوق الثانوي يتضمن بدوره شكلين هما السوق المنظمة و السوق غير المنظمة، إلا أنه قد يضم إلى جانب ذلك أسواقا أخرى تعتبر جزءا من هذا السوق، و هي ما يطلق عليها: السوق الثالث و السوق الرابع.

المطلب الثالث: السوق الثالث و الرابع

أولا : السوق الثالث

يمثل جزءً من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، و الذين يقدِّمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الإستثمارية الكبيرة، و صناديق استثمار المعاشات، و الأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها؛ وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات، و كذا سرعة تنفيذها.[2]

إذن، فهو قطاع من السوق غير المنظم، بمعنى أن صفقات بيع و شراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة (أي السوق المنظمة)، و يتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم؛ و هذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية؛ و كذلك، نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة، هذه، التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة، بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها.

[1] د. فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 57.
[2] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 24.

واضح أن أعضاء بيوت السمسرة، هذه، قد تشكل عنصرا منافسا للأعضاء داخل السوق المنظمة، خاصة و أن العملاء في السوق غير المنظمة من المؤسسات الإستثمارية الكبيرة.

و من أهم أسباب وجود هذه السوق، اعتقاد العملاء – أي المؤسسات الإستثمارية – بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، و أيضا إمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة، إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سماسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، هذا من جانب، و من جانب آخر، أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة و غيرها، إلا في حدود ضيقة جدا.[1]

ثانيا: السوق الرابع

هي سوق للتعامل المباشر بين الشركات الكبيرة المصدرة للأوراق المالية، و بين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار أوراق مالية، و يتم التعامل بسرعة و بتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية و تليفونية.[2]

و هو يشبه السوق الثالث في أن الصفقات تتم خارج السوق المنظمة، غير أن التعامل يتم عن طريق الإتصال المباشر بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة، أو بين الأفراد الأغنياء دون حاجة لأعضاء بيوت السمسرة؛ و مما يسهل هذا الإتصال وجود شبكة قوية من الإتصالات سواء عن طريق الهاتف أو عن طريق شبكة الإنترنت، و بالتالي، يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو **الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة**.

و الجدير بالذكر أنه قد يتم الإستعانة بوسيط لإتمام الصفقة، حيث أنه من المعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة و عمولة السماسرة.

و في هذه السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل السوق المنظمة أو خارجها.[1]

---

[1] د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية قريقاص، الأسواق و المؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين – شركات الإستثمار، مرجع سابق، ص ص 299-300.
[2] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 24.

المبحث الثاني: المتدخلون في سوق الأوراق المالية

إن سوق الأوراق المالية يضم العديد من المتدخلين، و الذين يشملون بالأساس: الشركات التي لها احتياجات مالية لإنجاز مشاريعها و استثماراتها، الأعوان الذين يملكون فوائض في السيولة و يرغبون في استثمارها قصد الحصول على عوائد، و الوسطاء التقنيون الذين يقومون بتنظيم العلاقة بين طالبي رؤوس الأموال و عارضيها.

و على هذا الأساس، تم تقسيم هذا المبحث وفق محورين كالآتي:

- المتعاملون في سوق الأوراق المالية؛
- وسطاء و سماسرة الأوراق المالية.

المطلب الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

يمكن حصر المتعاملين في سوق الأوراق المالية فيما يلي:

- المستثمرون الأفراد؛
- بنوك الإستثمار؛
- صناديق الإستثمار؛
- المستثمرون التأسيسيون؛
- المتعاملون الآخرون.

و سنتناولهم، تِباعًا، من خلال ما يلي:

أولا: المستثمرون الأفراد

يمثل ادخار الأفراد أو الجمهور مصدرا لا يستهان به للتمويل، حيث يُعتبرون من أهم الأعوان المتعاملين في الأوراق المالية، نظرا لحيازتهم لنسبة عالية من السيولة، كما أن تواجدهم يعطي حركية كبيرة لسوق الأوراق المالية.

---

[1] د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين – شركات الإستثمار، مرجع سابق، ص 300.

و يوجد مستثمرون كبار في سوق الأوراق المالية يتميزون بتوجيه جهودهم نحو الحصول على المعلومات و رصد تحركات السوق، لذلك تكون قراراتهم الإستثمارية - عادة - مبنية على أسس سليمة، بينما لا تتوافر مثل هذه الخبرات للمستثمر الصغير، و إذا أضفنا إلى ذلك عدم توافر الوعي الإستثماري لدى الكثير منهم، فإن ذلك يوضح ضرورة نشر الوعي بين هذه الفئة، و إعطائهم نفس حظوظ المدخرين الكبار، و حمايتهم من مختلف التلاعبات.

و تفاديا لكل هذا، فإن من المفيد للمستثمرين الصغار توجيه استثمار أموالهم عن طريق صناديق الإستثمار، و التي بإمكانها ضبط إيقاع السوق و الحيلولة دون تعرضه لهزات عنيفة.

ثانيا: بنوك الإستثمار

بنك الإستثمار عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة من شأنها مساعدة شركات المساهمة في الحصول على أموال، فعندما ترغب شركة مساهمة الحصول على أموال عن طريق إصدار أدوات دين طويلة الأجل (سندات)، أو أدوات ملكية (أسهم) فإنها عادة ما تستعين ببنك الإستثمار لتسهيل إصدار و بيع أوراقها المالية.

و تجدر الإشارة إلى أن بنك الإستثمار ليس بنكا وسيطا عاديا يقبل الودائع و يمنح القروض، و إنما هو بنك يقوم بتمويل شراء الإصدار من الشركات بالكامل، و إعادة بيعه للجمهور، و تسمى هذه العملية بالتعهد بضمان الإصدار، و يُقَدِّم بنك الإستثمار من خلال هذه العملية عددا من الخدمات لصالح شركات المساهمة تتلخص فيما يلي:

- تقديم النصيحة و الإرشاد، باعتبار أن بنوك الإستثمار تتعامل بشكل دائم في البورصة، وبالتالي اكتسابها لخبرة كبيرة في هذا المجال، مما يمَكِّنُها من تقديم النصائح للشركات التي تنوي إصدار أوراق مالية، و مساعدتها في اختيار أيها أفضل، إضافة إلى توقيت الإصدار، و ذلك، لأن تسعير الأوراق المالية يكون أسهل إذا كان للشركة أوراق مالية متداولة في السوق الثانوية، بينما عندما تصدر الشركة أوراقا مالية لأول مرة من خلال الإكتتاب العام، فإنه يكون أكثر صعوبة في تحديد السعر المناسب لها، و يتطلب التسعير، في هذه الحالة، أن يضع بنك الإستثمار جميع المهارات و الخبرات التي يمتلكها في ذلك.

- مساعدة الشركات في تقديم طلب تسجيل أوراقها المالية، و إيداع ملف الإعتماد لدى الهيئات المنظمة للبورصة.
- ضمان إصدار الأوراق المالية، حيث يقوم بنك الإستثمار بشراء كامل الإصدار في وقت و تاريخ محدد، و عند سعر معين، و بعد ذلك، يقوم بإجراءات بيع الإصدار إلى الجمهور عند سعر أعلى من السعر الذي اشترى به الإصدار.

و تجدر الإشارة إلى أن بنك الإستثمار قد يتعرض إلى مخاطر كبيرة عند قيامه بضمان الإصدار، لذلك قد يقوم بإبرام عقد شركته مع بنوك استثمار أخرى تتعهد بالمساهمة في ضمان الإصدار و بيعه.[1]

و كمثال واقعي على مثل هذه البنوك، في الجزائر، نجد القرض الشعبي الجزائري (و هو بنك وسيط في عمليات البورصة)، و الذي يتولى مرافقة شركة المساهمة " آليانس للتأمينات (*ALLIANCE Assurances*)"، و التي تباشر إجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر، حيث يتولى البنك الإشراف على عملية الإكتتاب و تسييرها بالتعاون مع مجموعة من البنوك العمومية و الخاصة هي: بنك البدر (BADR Banque)، بنك التنمية المحلية (BDL)، البنك الخارجي الجزائري (BEA)،البنك الوطني الجزائري (BNA)، الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط (CNEP Banque)، بنك "BNP PARIBAS" ، و بنك "SOCIETE GENERALE" الفرنسيين؛ حيث انتظمت هذه البنوك في شكل نقابة بقيادة القرض الشعبي الجزائري (CPA).

كما يتولى، في نفس الصدد، هذا البنك ضمان سيولة الأسهم المصدَرة لمدة 12 شهرا، وذلك من خلال التكفل بأي أمر للبيع إن لم يجد مقابلا له خلال هذه الفترة؛[2] هذا، مع إمكانية تمديد هذه الفترة إلى ثلاث سنوات.[3]

ثالثا: صناديق الإستثمار

تتعامل صناديق الإستثمار في السوق الثانوية، و ليس في السوق الأولية كما هو الحال في بنوك الإستثمار، و بالتالي فإن وجودها يُنَشِّط سوق الأوراق المالية، حيث يوفر بديلا آخر

[1] عبد النافع الزرري و غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص ص 106-110.
[2] Prospectus d’information, " ALLIANCE Assurances " SPA, P 1 et 4.
[3] أنظر الحوار الذي أجراه الرئيس المدير العام للشركة السيد: "حسان خليفاتي" لجريدة "الشروق اليومي"، العدد 3123، تاريخ النشر: 2010/11/24، ص 6.

للمدخرين بدلا من اللجوء مباشرة إلى السوق، و عليه، فإن صناديق الإستثمار عبارة عن صناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو شركات المساهمة، و تديرها شركة مساهمة مستقلة ذات خبرة و كفاءة، هدفها تجميع الأموال من الأفراد و المؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، و استخدام حصيلة تلك الأموال في الإستثمار في الأوراق المالية، بما يحقق التنويع الكفء و العائد المناسب لحمَلة الوثائق.[1]

و تحقق صناديق الإستثمار عدة مزايا بالنسبة للمستثمرين، و لاسيما المدخرين الصغار، باعتبار أن هذا الأخير لا يمكنه توزيع استثماراته في الأوراق المالية بكفاءة، و عدم توفره على الخبرة اللازمة في تكوين محفظة الأوراق المالية، لذلك، فإنه يلجأ إلى هذه الصناديق لما تحققه من مزايا الخبرة المهنية مقابل أعباء بسيطة، كما توفر صناديق الإستثمار سيولة للمستثمر في أي وقت يحبذه، حيث يمكن للمستثمر أن يطلب من هذه الصناديق أن تشتري منه وثائق الإستثمار التي أصدرتها.

رابعا: المستثمرون التأسيسيون (أو المؤسسون)

قبل التطرق إلى أهم المستثمرين التأسيسيين المتدخلين في البورصة، نرى أنه من الأجدر التعريف بهم أولا.

[1] طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000، ص 29.

1) تعريف المستثمرين التأسيسيين:

يمكن تعريف المستثمرين التأسيسيين بأنهم: " الهيئات المالية التي تقوم بجمع موارد ادخارية، و تكون ملزمة بطبيعتها أو بقوانينها الأساسية من توظيف جزء هام منها في شكل أوراق مالية ".[1]

و يعتبر المستثمرون التأسيسيون من أكبر عارضي السيولة، و من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث يلعبون دورا أساسيا في تنشيط هذه السوق.

2) أنواع المستثمرين التأسيسيين:

من بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد على الخصوص:

- الصناديق ذات الطابع الإجتماعي؛
- شركات التأمين؛
- صناديق الإيداع و الضمانات؛
- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية.

أ) الصناديق ذات الطابع الإجتماعي:

و هي عبارة عن هيئات تقدم لمنخرطيها خدمات اجتماعية مقابل اقتطاعات من المداخيل (أجور، رواتب)، حيث يتم تجميع هذه الأموال و توجيهها لشراء أسهم و سندات، و التعامل بها في البورصة قصد تحقيق عوائد، و التي تمكنها من مواجهة و تغطية مصاريفها المتزايدة.

و من أهم الصناديق ذات الطابع الإجتماعي نجد ما يلي:

- صناديق الضمان الإجتماعي التي تهتم بفئة الأجراء و غير الأجراء؛
- صناديق التقاعد التي تهتم بفئة العمال المتقاعدين؛
- صناديق البطالة التي تهتم بفئة العاطلين عن العمل.

[1] محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص 134، بتصرف.

و نظرا للفارق الزمني بين عملية الإقتطاع و عملية تسديد الحقوق التي تمنحها هذه الصناديق، فإن هذه الأخيرة تقوم بتوجيه هذه السيولة الهامة لتوظيفها في سوق الأوراق المالية، في سبيل تحقيق عوائد إضافية.

ب) شركات التأمين:

و هي هيئات تقوم بالتأمين على الحياة، كما أنها تؤمن على الأخطار التي قد تصيب ممتلكات الأشخاص، و تحصل مقابل ذلك على عمولات، مما يسمح لها بجمع سيولة كبيرة جدا، يتم توجيهها إلى سوق الأوراق المالية بغية استغلالها بطريقة مثلى، و المحافظة على الحد الأدنى من السيولة لأصولها.

ج) صناديق الإيداع و الضمانات:

تقوم هذه الصناديق بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على ضمانات خاصة، مع المحافظة على مئونات كافية لمواجهة طوارئ المستقبل، و هذه السيولة الكبيرة - التي تم جمعها - ينبغي توظيفها في سوق الأوراق المالية، قصد تحقيق عائد مقبول و المحافظة على قدر من السيولة لاستعمالها وقت الحاجة.

د) هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية:

تلعب هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية دورا مهما في جلب المدخرات، نظرا لما تمتلكه من خبرة واسعة في مجال البورصة.

و تتكون هذه الهيئات عموما مما يلي:

- ☜ شركات الإستثمار ذات رأس المال الثابت؛
- ☜ شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير؛
- ☜ الصناديق الجماعية للتوظيف؛
- ☜ نوادي الإستثمار.

و سنتناولها، تِباعاً، من خلال ما يلي:

1- شركات الإستثمار ذات رأس المال الثابت:

يسمح هذا النوع من الشركات للأشخاص باستثمار أموالهم فيها، حيث تتولى إدارة محفظة الأوراق المالية عمليات شراء و بيع لفائدة المساهمين، بهدف تحقيق عوائد تأخذ منها نسبة معينة كعمولة على الخدمات المقدمة.

و لا يمكن للمساهمين في هذه الشركات حق حيازة أو التصرف مباشرة في قيمة الأصول الصافية، حيث لا يمكنهم الخروج من هذه المساهمة إلا ببيع حصتهم في سوق الأوراق المالية، و يتم توزيع العوائد الصافية المحققة بناء على قرار تصدره الجمعية العامة.

2- شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير:

و هي شركات يتكون رأسمالها من مجموع حصص المساهمين بها، حيث يكون بها عدد الأوراق المالية قابل للتغير بالإرتفاع أو الإنخفاض، و هذا، بسبب دخول و خروج المساهمين، نتيجة بيع و شراء حصصهم.

3- الصناديق الجماعية للتوظيف:

و هي صناديق تكون فيها ملكية الأوراق المالية مشتركة بين عدة صناديق أو شركات أموال، و يتم تسييرها من طرف هيئة مختصة، و ذلك بهدف جذب الأفراد و العائلات غير المختصة في النشاط البورصي، باعتبار أن إنشاء هذه الصناديق و تسييرها مضمون من طرف هيئات مالية مختصة.

4- نوادي الإستثمار:

و هي شركات تقوم بالنيابة عن كبار المستثمرين بتكوين محفظة منوعة من الأوراق المالية و إدارتها، بمعنى، تغيير مكونات المحفظة بما يتناسب مع ظروف السوق، و يتم ذلك إما بناء على أمر مباشر من العميل، بعد تقديم النصح و المشورة له، أو عن طريق قيام العميل

بتفويض النادي للقيام بذلك، و تختلف هذه النوادي عن صناديق الإستثمار في أنها تمسك لكل عميل محفظة مستقلة خاصة به.[1]

خامسا: متعاملون آخرون

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من المستثمرين الآخرين، الذين بإمكانهم التدخل في سوق الأوراق المالية، و هم:

- ☜ المؤسسات الإقتصادية العمومية و الخاصة؛
- ☜ البنوك التجارية؛
- ☜ الجمعيات ذات الطابع غير الربحي.

1) المؤسسات الإقتصادية العمومية و الخاصة:

تقوم المؤسسات الإقتصادية العمومية و الخاصة باستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية، و هذا بغرض استثمار السيولة النقدية الزائدة و الفائضة في الخزينة في أوراق مالية، لفترة قصيرة أو بغرض الإستثمار طويل الأجل، حيث تعتبر هذه المؤسسات من الأطراف الفاعلة و المؤثرة على اتساع و نشاط سوق الأوراق المالية، خصوصا من خلال برامج الخوصصة التي قد تجذب عددا كبيرا من المستثمرين، و تلقى إقبالا كبيرا عند الطرح للإكتتاب العام.

كما توجد عدة شركات تعمل في مجال الوساطة بين المتعاملين في أسواق الأوراق المالية، تأخذ شكل شركات مساهمة أو توصية بالأسهم، هدفها القيام بعمليات السمسرة، حيث تتولى تنفيذ عمليات شراء و بيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء، أو يكون هدفها القيام بعمليات المقاصة و التسوية، من خلال توليها عملية تنظيم، استلام و تسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة، و تسوية الوضعيات المالية الناتجة عن عمليات التداول، وعمل المقاصة المترتب عليها.

---

[1] طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 29.

2) البنوك التجارية:

تمتلك البنوك خبرة واسعة في الشؤون المالية، و عليه تعد من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية، حيث يأخذ تدخل البنوك التجارية في سوق الأوراق المالية أحد الأشكال الآتية:

- ⇐ ممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية لحسابها الخاص، حيث تقوم بترويج و تغطية الإكتتاب في الأوراق المالية، الإشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية أو في زيادة رؤوس أموالها، إضافة إلى المشاركة في المشاريع و تنميتها، كما يمكن للبنوك أن تقوم بالإكتتاب في القروض بسوق السندات.
- ⇐ ممارسة نشاط التعامل في الأوراق المالية لحساب الغير، و ذلك بإدارة محافظ الأوراق المالية و صناديق الإستثمار، مقابل حصولها على عمولات، كما يمكنها القيام بمختلف الأنشطة التي تتصل بمجال الأوراق المالية، خاصة إذا كانت هذه الأنشطة تخص سندات أصدرتها الدولة أو إحدى هيئاتها.[1]

3) الجمعيات ذات الطابع غير الربحي:

تتكون من الجمعيات و التنظيمات ذات الطابع الإجتماعي و الثقافي و العلمي والرياضي، حيث غالبا ما يكون لهذه الجمعيات سيولة كبيرة، بإمكانها أن توظفها في البورصة على النحو الذي يحقق لها عوائد تساعدها في الأخير من أن تتوسع في أنشطتها.[2]

و تكمن أهمية المعاملات في البورصة، في أن المشرع حدد القائمين على تنفيذها لخطورة هذه العمليات، حيث أنها تستوجب قدرا عاليا من المعرفة لأسرار سوق المال، و حِرَفية جيدة لإتمام هذه العمليات على أحسن الوجوه، لاسيما أن موضوع هذه المعاملات يكون في أغلب الأحيان أموالا طائلة، بحيث أن أدنى خطأ في تنفيذ أوامر العميل قد ينتج عنه خسائر كبيرة، يصعب في أغلب الأحيان تداركها،[3] و تِبَعًا لذلك، تم حِكر التعامل في الأوراق المالية في البورصة على السماسرة و الوسطاء الماليين.

---

[1] طارق عبد العال حماد، نفس المرجع، ص ص 43-44.

[2] الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه في علوم التسيير (فرع مالية)، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص ص 51-57.

[3] منير بوريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2007، ص 6.

المطلب الثاني: وسطاء و سماسرة الأوراق المالية

تقوم أعمال البورصة على تداول الأوراق المالية بواسطة السماسرة و الوسطاء، و أثر هذه العمليات - التي تجري في البورصة على يد هؤلاء - يدخل في صميم عمل البورصة، لهذا، كان من الضروري تعريف هؤلاء الوسطاء و بيان أعمالهم.

أولا: سماسرة الأوراق المالية: تعريفهم، مهامهم، و مبررات اللجوء إليهم

1) تعريف السمسار و عقد السمسرة، و شروط ممارسة مهنة السمسرة

أ) تعريف السمسار:

يعرف السمسار في القانون بتعريفات متعددة منها:

قيل: إن السمسار وسيط يقتصر عمله على التوفيق و التقريب بين المتعاقدين.

و قيل: هو وسيط تنحصر مهمته في التقريب بين طرفين، كي يبرما عقدا بينهما.[1]

و عُرِّف وسطاء البورصة بأنهم الأشخاص المكلفون، دون سواهم، بتداول (بيع وشراء) الأوراق المالية و الحقوق المرتبطة بها و الأدوات المالية بالبورصة، كما يمكن لهم القيام بالعمليات التي لها ارتباط بتلك المهام.[2]

كما عُرِّف سمسار الأوراق المالية على أنه شخص ذو علم و دراية في شؤون الأوراق المالية، و يقوم بعقد عمليات بيع و شراء الأوراق المالية من خلال البورصة، في المواعيد الرسمية مقابل عمولة، و يُعتَبر السمسار ضامنا لصحة كل عملية تم تنفيذها بيعا و شراء.[3]

---

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 137.

[2] أحمد الهدواج (الرئيس المدير العام لبورصة تونس سابقا "1993-2005")، أهم التراتيب (أو اللوائح) المعمول بها عادة في البورصة و مهنة الوساطة، أفريل 2007، ليبيا، عرض تقديمي (*Présentation PowerPoint*) منشور بمحرك البحث Google، تاريخ إجراء البحث: 2009/11/05، ص 31.

[3] د. شمعون شمعون، مرجع سابق، ص ص 35-36.

و لقد اتفقت مختلف التشريعات على حكر عملية الوساطة في تداول الأوراق المالية على جهة معينة، اختلفت تسميتها باختلاف القوانين، حيث أسماها القانون المصري بالشركات المرخص لها بذلك، و القانون التونسي بوسطاء البورصة، والقانون الفرنسي بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، إلا أن كل هذه التسميات تصب في معنى واحد، و هو شركات السمسرة في الأوراق المالية.

و تعد شركة السمسرة جهة تعمل على تلقي أوامر من طرف عملاءها (أوامر بورصة)، موضوعها تداول أسهم معينة – سواء كان هذا التداول بيع أو شراء – حيث تعمل بعد ذلك على التوسط في تنفيذها في سوق رأس المال.

إن شركة الوساطة المالية هي وحدها صاحبة الحق في القيام بعملية الوساطة في تداول الأوراق المالية،إلا أنه لا يمكنها القيام بهذا العمل دون الحصول على ترخيص بذلك، فشركات الوساطة المالية ليست كلها مخولة للقيام بعملية الوساطة في التداول، سواء أكان ذلك بيعا للأسهم لفائدة العميل أم شراء.[1]

إذن، تتم العمليات و الصفقات في بورصة الأوراق المتداولة بمساعدة هيئات و أشخاص مختصين و مرخَّصين: كوكلاء الصرف أو شركات البورصة (*Société de bourse*) كما هو الحال في المغرب و فرنسا، و غيرها من الهيئات و المؤسسات التابعة للبورصة، و يقابل ذلك في بورصة لندن الوسطاء المعروفون باسم (*Brokers and Jobbers*)، و الوسطاء المعروفون باسم (*Dealers*) بالنسبة للبورصات الأمريكية، إلى غير ذلك من المؤسسات التابعة لتلك البورصات.[2]

فالوسيط المالي يقوم بدور حلقة الوصل بين جهود المستثمرين في الأوراق المالية من جهة، و الجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، و بصفة عامة، يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي يشترط أن يكون متخصصا و مرخَّصا بموجب قانون السوق المالية، و عليه يمكن تعريف الوسيط المالي بأنه مؤسسة تتوسط بين المقترضين النهائيين و المقرِضين النهائيين.

[1] منير بوريشة، مرجع سابق، ص 12.
[2] د. محفوظ جبار، مرجع سابق، ص ص 46-47.

كما أنه – و كما أشرنا - فإن نقص المعرفة و المعلوماتية، و كذلك، نقص الخبرة لدى المتعاملين، و التوظيف الأمثل من حيث العوائد و المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية، أوجد (أو حتم) وجود وسطاء ماليين يتمتعون بخبرة كبيرة، و يحاولون التوفيق بين القارضين والطالبين، و كذلك، التقليل من المخاطر.[1]

يعاون السمسار في تنفيذ الأوامر بالمقصورة مستخدم لديه يدعى المندوب الرئيسي، و لا يجوز له أن يشتغل إلا باسم السمسار الذي يتبعه، و يعمل لحسابه و تحت مسؤوليته، و لا يجوز للمندوب الرئيسي أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار، و لا أن يعمل لحسابه الخاص.

أما الوسيط فهو أداة اتصال بين العميل و السمسار المقيَّد لديه، و يحصل على حصة من العمولة، و هو مسؤول أمام السمسار عن العمليات المعقودة بواسطته.

إن قَصْرَ التعامل في البورصة على المتعاملين المسجلين رسميا، لا يعتبر امتيازا أو احتكارا، بل هي ضرورة لوضع يتطلب ألاّ يمارسَه إلا المختصون في البورصة، و ذلك، لدقة هذه العمليات و خطورتها.

إن تحديد سعر الأوراق المالية دقيق جدا و خطير، نظرا لصعوبة إدراك ما يلحق بهذه الأوراق المالية من أخطار شديدة الإحتمال، كالعقاقير و الأدوية، إذا تُركت للتجارة الحرة ترتب على ذلك بعض المحاذير، و ألحقت أضرارا جمة بكافة المواطنين.[2]

---

[1] الموسوعة الشاملة لسوق الأوراق المالية، دراسة منشورة في الموقع الإلكتروني لمنتدى سيدات الأعمال، مرجع سابق.
[2] د. شمعون شمعون، مرجع سابق، ص ص 36-37، بتصرف.

ب) عقد السمسرة:

يقوم السمسار بأداء المهام التي كُلِّف بها بناء على تعاقد يتم بينه و بين صاحب السلعة (البائع)، أو الذي يريد شراءها (المشتري)، و هذا العقد يسمى **عقد السمسرة**.

و يتميز عقد السمسرة، عن غيره من سائر العقود، بأمرين:

الأول:

عقد السمسرة عقد معاوضة، لأن كلا من الطرفين يسعى للحصول على مقابلٍ لِما يؤديه، فالسمسار يسعى لجلب متعاقدٍ، طبقا لشروط مَن وَسَّطه من أجل الحصول على المقابل، و هي عمولة السمسرة، و لكن العقد هنا احتمالي، لأن السمسار لا يستحق الأجر إلا إذا نجح في أداء عمله.

الثاني:

استقلال السمسار في أداء عمله عن العميل، فهو لا يخضع لإشرافه، و هو ما يميز السمسرة عن الوكالة، إذ أن موضوع السمسرة عمل مادي، هو السعي لإيجاد متعاقد آخر، وليس القيام بعمل قانوني كالوكيل.

و يعرف **عقد السمسرة** بأنه:

عقد يلتزم السمسار بمقتضاه بأن يرشد الطرف الآخر إلى فرصة للتعاقد، سواء بإحضار طرف يَقبل هذا التعاقد، أو بالمفاوضة للتوفيق بين الطرفين، و ذلك، مقابل تعهد المتعاقد مع السمسار بدفع أجرة.

و قيل: السمسرة هي نشاط يتضمن التقريب بين الراغبين في عقد الصفقات، فهو – بناء على ذلك – يُيَسر حركة التداول، و سرعة إتمام العمليات التجارية من بيع و شراء و نقل وتأمين، و لهذا يصبغ القانون الصفة التجارية على كل عمل متعلق بالسمسرة.[1]

ج) شروط ممارسة مهنة السمسرة (الوساطة):

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 137- 138.

هناك شروط يجب أن تتوافر في السمسار أو الوسيط حتى يتمكن من العمل في البورصة، حيث تتعلق في مجملها بالأهلية (أهلية السمسار لأداء هذه المهنة كشرط عام)، و علم السمسار بالعمل المطلوب منه (الإختصاص)، و أن يمارس نشاطه بناء على إذن من العميل (احترام الإجراءات المنصوص عليها قانونا).

فبالنسبة للنظام الجزائري، يشترط في السمسار أن يكون مؤهَّلا علميا، و ألا يقل عمره عن 25 سنة، و أن يكون متمتعا بالأهلية القانونية، و لا يكون قد سبق إفلاسه، و ألا يكون قد سبق الحكم عليه بالإدانة في جناية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة الأمانة أو تزوير أو مخالفة قوانين النقد، إلا إذا كان قد رُدَّ اعتباره فلا يكون قد حُكم عليه بالتوقيف أو الغرامة بصفته مُلحَقا بأحد مكاتب السماسرة، و ألا يشتغل بأي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، وألاّ يكون عضوا بمجلس إدارة إحدى الشركات.

2) المهام التي يقوم بها السماسرة:

أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في البورصة، فبالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية، فقد توسع نشاط هذه الفئة ليشمل مجالات البحوث و التحليل و تقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصات من: المستثمرين، الجمهور، المؤسسات الإستثمارية، و كذا المؤسسات التي تبحث عن التمويل.

و عليه، فقد قاموا بإنشاء مراكز البحوث لمتابعة النتائج المسجلة من قبل الشركات المتواجدة في كافة أنحاء العالم، و جمع المعلومات عنها، لاسيما الشركات المكتتبة لديهم؛ كما يتابعون باهتمام كافة التطورات التي قد تمس قطاعا معينا أو صناعة ما، و التي قد تؤثر على قرارات الإستثمار.

لذلك، فكل من يقصد الوسطاء العاملين في البورصات - مهما كان شكلهم سواء كانوا أفرادا أو شركات أو غيرهم من الأشكال - يجب أن يحدد مسبقا طبيعة العمليات المالية التي يريدها، أي تحديد إذا كان يريد:

⇐ **التعامل فقط:**

حيث يقوم الوسيط بتنفيذ أوامر الزبون من بيع و شراء للأوراق المالية المختارة من طرفه، دون إعطاء رأيه حول تلك الأوراق، كما يسهر على إتمام الصفقة حتى النهاية، أي يتأكد من أن المشتري قد تحصل على أوراقه، و أن البائع قد تحصل على المبالغ المقابلة لذلك.

⇐ **الإرشادات و النصائح:**

إذ يمكن للمستثمر أن يناقش مع الوسيط، مزايا و عيوب الشركات التي يريد الإستثمار في أوراقها، كأن يشتري، يحتفظ أو يبيع أسهمها؛ كما يمكن له أن ينصحه بالتخلي عن نوع معين من الأوراق الموجودة في محفظته.

⇐ **التسيير:**

حيث يقوم الوسيط بتسيير المحفظة المالية كلية، على أن يقدم للمستثمر المعني بصورة دورية كافة المعلومات عن الصفقات المبرمة من بيع و شراء، قيمة المحفظة، و الأرباح المحصلة، و غيرها من المعلومات.[1]

و عموما، يمكن القول أن فئة الوسطاء بمعناها العام تضم: السماسرة، صانعوا السوق، متعهدو تغطية الإصدارات المالية:

☜ **السمسرة:**

السمسار هو الذي يقوم بعملية الوساطة في بيع أو شراء الأوراق المالية، و ينفذ الأوامر، و يضمن سلامة العملية؛ و لا يجوز إتمام أي عملية في البورصة إلا عن طريق السمسار، ويتخذ شكل شركة مساهمة أو توصية بالأسهم، و هو يعمل باسمه و لحساب الغير، و لذلك يعتبر وكيلا بالعمولة.

☜ **صناعة السوق:**

يمكن للوسيط المالي أن يقوم بدور صانع السوق، و ذلك، بممارسة مهنة بيع و شراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق، و يمارس صانعوا السوق نشاطهم في السوق الثانوية بشقيها النظامي و الموازي، و ذلك، إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه.

---

[1] د. محفوظ جبار، مرجع سابق، ص ص 08-09.

☜ **التعهد بتغطية الإصدارات المالية:**

يتعهد الوسيط ـ و الذي يكون في هذه الحالة مؤسسة مالية ـ بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة، و في هذه الحالة، يتوجب عليه شراؤها في حالة عجزه عن تسويق هذه الإصدارات.[1]

و تجدر الإشارة إلى أن المستثمرين ـ خاصة من الجمهور ـ غالبا ما يقِفون حيارى أمام العدد الهائل من الأدوات المالية التي من الممكن أن يستثمروا فيها، كما أنهم يقفون كذلك تجاه اتخاذ القرار الحاسم، و المتمثل في الهدف من شرائهم للأدوات المالية، أي: هل يرغبون في تحقيق أرباح رأسمالية (يرجون ارتفاع القيمة النقدية لتلك الأصول في المستقبل)، أو تحقيق أرباح على الصفقات المبرمة؛ كما أنه يمكن لأي مستثمر أن يجمع بين الهدفين في حافظته المالية، عندئذ تصبح أهمية الوسيط أكبر بالنسبة للمستثمر، و عليه، فإن هذا الأخير يلجأ للوساطة في اتخاذ قراراته الإستثمارية للأسباب التي سنذكرها فيما يلي.

3) مبررات اللجوء إلى الوسيط (السمسار):

يمكن حصر الدوافع وراء اللجوء إلى سماسرة الأوراق المالية في الأسباب التالية:

أ) تكلفة المعلومات:

فشِراء أسهم و سندات مؤسسة أو هيئة معينة يتطلب كماً من المعلومات، خاصة الوضعية المالية للمؤسسة أو الهيئة، سمعتها، و قدرتها على التسديد (ملاءتها)، و كذا المشروع الذي جَمعت المدخرات لتمويله.

و عادة ما يكون المستثمر بعيدا عن بعض المجالات الضرورية لمعرفة ذلك، مثل التحليل المالي، و غيره من التقنيات التي يتخصص فيها الوسطاء، و يوفرونها للمستثمرين بأسعار أقل مما لو بحث عنها بمفرده.

فدُور الوساطة و موظفوها يمتازون بمعرفتهم الجيدة، و تخصصهم في هذه المجالات.

---

[1] الموسوعة الشاملة لسوق الأوراق المالية، دراسة منشورة في الموقع الإلكتروني لمنتدى سيدات الأعمال، مرجع سابق.

ب) تكلفة المعاملات (الصفقات):

إذ نجد أن المستثمر في البورصة، والذي يتوفر على مبالغ محدودة، يدفع نسبة عالية من المصاريف الخاصة بهذا النوع من الصفقات، و عليه، فإن الوسطاء يجمعون الكثير من الصفقات بصورة مشتركة، مما يخفض من تكلفة الصفقة الواحدة، و هذا ما يشجع المستثمر على اللجوء للوسطاء.

ج) عجز المستثمر:

و ذلك، عند شراء ورقة مالية عندما يكون سعرها مرتفعا جدا؛ يُعرَف هذا المبدأ بوحدوية أو عدم انقسام أو اشتقاق (*L'indivisibilité*) الأوراق المالية، فعندما يعجز المستثمر عن شراء ورقة ما - يحبذ الإستثمار فيها - يلجأ للوسطاء الذين لهم الحق في إصدار أوراق "غير مباشرة " بقيمة إسمية منخفضة، و بيعها للمستثمرين؛ بذلك، يمكن لهؤلاء المستثمرين شراء جزء من الورقة الأصلية التي يَوَدون إضافتها لمحفظتهم، بغرض التنويع أو تحقيق الأرباح أو تخفيض المخاطر، أو غيره من الأغراض.

د) التخصص:

إذ أن المستثمر قد يحتاج إلى تقنية خاصة أو معارف عالية في تنفيذ بعض الصفقات والعقود، هذا ما يوفره بعض الوسطاء، نظرا لتخصصهم الدقيق في العمليات المالية، مما يجعل المستثمرين يلجئون إليهم، للإستفادة من تلك الخبرات، كما قد يتخصص الوسيط في التعامل بورقة مالية معينة، عندئذ يعرف هذا النوع من الوسطاء بالمتخصصين (*Spécialistes*).

و على العموم، يساعد الوسطاء على تنشيط السوق من جهة، و إفادة المستثمرين بالمعلومات و الإرشادات من جهة أخرى، فهناك المئات، و ربما الآلاف، من البدائل الإستثمارية بخصائص مختلفة (مزايا و عيوب)، و أنه من مهام الوسطاء مساعدة المستثمرين على تكوين محافظهم المالية التي تحقق لهم أكبر عدد ممكن من الأهداف المسطرة.[1]

ثانيا: الوسطاء التقنيون المتواجدون بالبورصة

[1] د. محفوظ جبار، مرجع سابق، ص ص 09-11.

لتوضيح مختلف أنواع التقنيين في البورصة و وظائفهم، فإنه سيتم عرض التقنيين الذين يعملون ببورصة الولايات المتحدة الأمريكية، باعتبارها من أكفأ البورصات في العالم، حيث تضم عضوية هذه البورصة خمسة أنواع من الأعضاء، و هم:

- السماسرة الوكلاء؛
- سماسرة الصالة؛
- تجار الصالة؛
- المتخصصون؛
- تجار الطلبيات الصغيرة.

و سنتناولهم، تِباعاً، من خلال ما يلي:

1) السماسرة الوكلاء:

يعمل السمسار الوكيل في البورصة كوكيل لمكاتب السمسرة، كما يمكن أن يعمل لحسابه الخاص، و يظل الوكيل في حاجة إلى مكاتب السماسرة نظرا لارتفاع تعاملاتها، حيث تحقق من وراء ذلك عوائد طائلة تتمثل في العمولات المتأتية من مكاتب السمسرة، و تقدم هذه الأخيرة خدمات عديدة و متنوعة من أهمها:

- توفير المعلومات عن طريق التقارير السنوية، و التي تساعد المستثمر على اتخاذ قراره الإستثماري بناء على تلك المعلومات؛
- تقدم مكاتب السمسرة المعونة و الإرشاد لعملائها في اتخاذ القرار الإستثماري الرشيد، و قد يقوم المكتب بإدارة محفظة العميل، و اتخاذ القرارات نيابة عنه؛
- توفر خدمة البيع و الشراء أيضا في سوق السلع، حيث يستطيع العميل الإستثمار في الأوراق المالية، أو في السلع من خلال مكتب واحد؛
- تقديم التسهيلات الإئتمانية بتوفير خدمة الإقتراض للعملاء في حالة الشراء من خلال تسهيلات، و هو ما يطلق عليه البيع على المكشوف؛

- توفير الخزائن لحفظ الأوراق المالية للعملاء، و من ثم لا يحتاج العميل إلى نقل الأوراق المالية كل مرة يقوم فيها بالشراء أو البيع، كما يترتب على ذلك قيام المكتب بتحصيل العائد في تاريخ الإستحقاق.

و تجدر الإشارة إلى أن السمسار الوكيل لا يقوم بتقديم هذه الخدمات التي يجب أن يقدمها مكتب السمسرة، و إنما يقدم خدمة الشراء و البيع فقط للعملاء، و الحصول على العمولة.

2) سماسرة الصالة:

هؤلاء السماسرة يقدمون الخدمة لمن يطلبها، و لا يعملون لحساب بيت سمسرة معين، وغالبا ما يُنَفِّذون طلبات الوكلاء السماسرة في فترات ذروة نشاط السوق مقابل الحصول على عمولة، و بهذا يمنعون حدوث اختناق في المعاملات، الشيء الذي يُتيح للمؤسسات أن تتعامل مع عدد أقل من السماسرة الوكلاء.

و عليه، فإن سماسرة الصالة يقدمون الخدمة لأي شخص يطلبها، و على ذلك يقوم بدفع رسوم العضوية من أمواله الخاصة، كما تلجأ أحيانا مكاتب السمسرة لهم لتأدية الخدمة في حالة وجود تعاملات واسعة، و عدم قدرة السماسرة الوكلاء على تغطيتها.

3) تجار الصالة:

يطلق عليهم بالتجار المسجلين، و هم يختلفون عن سماسرة الصالة، لأنهم يعملون لحسابهم الخاص فقط، و هم مضاربون يبحثون في الصالة عن فرص بيع و شراء أوراق مربحة، و يتاجرون بدون عمولة لأنهم يمتلكون مقاعدهم، و هم في بعض الأحيان يبيعون ويشترون نفس الأسهم في نفس اليوم عدة مرات لكي يحصلوا على ربح ناتج عن تغير بسيط في الأسعار، و هذا النشاط يسمى بالتجارة اليومية؛ و عليه، فإن تجار الصالة يعملون لحسابهم الخاص فقط من أجل تحقيق ربح، و لا يستطيعون تنفيذ عمليات لحساب شخص آخر.

4) المتخصصون:

يجمع المتخصصون بين نشاط السمسار و نشاط الإتجار في الأوراق المالية، حيث أن المتخصص يُنَفِّذ عملياتٍ لصالح سماسرة مقابل عمولة، كما أنه يتعامل لحسابه الخاص، و لكنه

يتخصص في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق، و لا يجوز أن يتعامل في الورقة الواحدة أكثر من متخصص واحد.

و يلتزم المتخصص - وفقا لشروط تسجيله و ممارسته للنشاط - بتحقيق التوازن في السوق، بمعنى الحفاظ على هامش ربح صغير، و من ثم يتدخل المتخصص في السوق بزيادة العرض أو الطلب أو العكس، للحفاظ على التوازن بين العرض و الطلب، حتى لا تقفز الأسعار بهامش كبير.

و عليه، يمكن القول أن سعر بيع أو شراء أي ورقة مالية يتحدد في السوق على أيدي المتخصصين، باعتبارهم مسؤولين على خلق سوق يتصف بالعدالة و الإنتظام، من خلال التعامل بالأسهم المخصصة لهم.

5) تجار الطلبيات الصغيرة:

يقوم تجار الطلبيات الصغيرة بشراء الأوراق المالية و توفيرها للمشترين بكميات صغيرة، و يحصلون على فارق السعر بين الشراء و البيع.[1]

[1] الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص ص 57-59.

المبحث الثالث: تنظيم البورصة و نظام عملها

المطلب الأول: تنظيم بورصة الأوراق المالية

أولا : إدارة البورصة

تُدَار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية و التنظيمية، يتمثل جلها في التالي:

1) لجنة أو مجلس إدارة البورصة:

و تتكون من عدد من السماسرة المنتخبين، و لها مكتب مكون من رئيس و نائب و أمين صندوق، و يتفرع عنه لجان فرعية، و تكون هذه اللجان بمثابة مجلس إدارة للبورصة، حيث تختص بضمان حسن سير العمل، و ممارسة دور السلطة التأديبية على المندوبين و الوسطاء والسماسرة، و تحديد الحد الأدنى و الأعلى للأسعار.

2) الجمعية العامة:

و تتكون من أعضاء البورصة العاملين، حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة، و التصديق على الميزانية العمومية و الحسابات الختامية، و مناقشة كافة الأعمال والأنشطة.

3) اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية:

و تختلف من بورصة إلى أخرى، إلا أنها غالبا ما تختص بإتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين و الأنظمة، و الإجراءات ذات العلاقة، و سنتناولها على حدة، نظرا للأهمية التي تحتلها، باعتبارها الهيئة المشرفة على إدارة البورصة.

4) هيئة التحكيم:

و تختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء، بشرط أن يكون هناك اتفاق على التحكيم، و تكون قراراتها ملزِمة للأطراف المتنازعة.

5) مجلس التأديب:

و يكون برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، و عضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقا للقوانين و الأنظمة القائمة.

6) مندوب الحكومة:

و يقوم بمراقبة تنفيذ القوانين و اللوائح المعمول بها، و حضور اجتماعات الجمعية العامة و جلسات لجنة البورصة.[1]

ثانيا: الهيئة المشرفة على إدارة البورصة

إن أهمية الأوراق المالية في الحياة الإقتصادية، و ضرورة حماية المستثمرين والمدخرين جعلت المُشَرِّعين يعمدون إلى خلق قوانين و نظم، بغرض ردع بعض التجاوزات، حيث كان لزاما إيجاد نوع من الشرطة لحماية المستثمرين.

فمراقبة الأسواق المالية تكون من صلاحيات سلطات البورصة نفسها، مثلما هو الشأن في بريطانيا و هولندا، أو من قِبَل هيئة متخصصة تنشأ على طراز لجنة السندات المالية والبورصة (*Securities and Exchange Commission*) التي أسست عام 1934 في الولايات المتحدة الأمريكية، و مثل اللجنة البنكية البلجيكية (*Commission Bancaire Belge* "1935") ، أو لجنة عمليات البورصة الفرنسية (*Commission des Opérations de Bourse Française* "1967") .

تقوم هذه الهيئات بمراقبة فعالة من لحظة إصدار الأوراق المالية، و ضمان الشفافية في الأسواق، و قمع المخالفات المحتملة التي يتم رصدها.

[1] د. فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص ص 59-60.

و لقد كانت النتائج المحصل عليها مهمة للغاية بهدف تطهير التصرفات في البورصة، وتحسين الأخبار الموجهة للجمهور المستثمِر، و من جهتها، قامت لجنة المجموعات الأوروبية عام 1977 بوضع قانون سلوك يتعلق بعمل الأسواق، إعلام الجمهور، تصرفات مسيري الشركات، الوسطاء الماليين، و كل المحترفين المتدخلين في المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية.[1]

المهام الأساسية للهيئة:

تعتبر هيئة الرقابة محور نظام التشغيل السليم، فهي تقوم بالسهر على تطبيق قوانين البورصة التي تنظم الأمور المتعلقة بكل من قاعة التداول، و الوسطاء، و طرق التداول، بالإضافة إلى الآتي:

1) الرقابة على السوق الأولي:

تقوم الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بإلزام الشركات الجديدة التي تطرح أسهمها للإكتتاب العام بإصدار "نشرة اكتتاب"، توضح فيها أغراضها و برنامجها، حتى يقف الجمهور على حقيقة أغراضها، و من شأن ذلك تضييق الخناق على الشركات الوهمية، التي تظهر و تختفي بسرعة بعد سحب أموال الجمهور.

تقوم كذلك الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بالرقابة على تداول أسهم الشركات الجديدة، بقيد أسهم الشركات الجديدة بالجدول المؤقت للأسعار، و ذلك حماية للمستثمرين فيها، و يتم قيد هذه الأسهم و تسجيلها بالجدول الرسمي للأسعار في حالة توافر شروط القيد الخاصة بالجدول الرسمي.

[1] قواعد البورصة العالمية... معلومات قد تفيدك، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لمنتدى "الجمعية العلمية الجامعية آفاق المستقبل"، مرجع سابق.

2) وضع متطلبات للإفصاح:

تقوم الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بوضع متطلبات للإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم، و ذلك من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة معينة، أو لِحين إعلان نتائج مُرضية عن الشركة لفترة معينة.

3) الرقابة على السوق الثانوي:

و تتم هذه الرقابة من خلال نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي، حيث تلتزم الشركات المقيدة بالبورصة بإعداد و نشر المعلومات المالية عن أدائها ومركزها المالي كل 3 أشهر، بحيث تعكس هذه المعلومات أوضاع الشركة بشكل سليم، و تُمَكّن في الوقت نفسه من اتخاذ القرار الإستثماري السليم.

4) تطبيق قوانين و لوائح التعامل بالبورصة:

تقوم الهيئة المشرفة على السوق بتطبيق قوانين و لوائح التعامل بالسوق، و التي تضمن تجنب التقلبات الكبيرة و غير المعقولة في سعر السهم من صفقة لأخرى، و يتم من خلال المتخصصين و صناع السوق الذين توكل إليهم هذه المهمة.[1]

و في الواقع، تراقب هذه اللجان أية معلومة تمر أو تُقدَّم لعامة الناس، سواء كانت متعلقة بالسندات و الأسهم أو مرتبطة بأحداث استثنائية (كالتأميم، و الصراعات التي قد تحصل في البورصة بين مجموعات مالية... الخ) قد تؤثر على المنشأة أو الشركة، و بالتالي على قيمة أوراقها المالية طبعاً، فعلى سبيل المثال تعتبر الموافقة المسبقة للجنة، أو الهيئة، على أية دعوة عامة للإدخار ضرورية، و إن كانت مثل هذه الدعوة ستتم على شكل زيادة لرأس المال، أو على شكل إصدار لسندات جديدة.

إلاّ أنه يجب التنويه من جهة أخرى إلى محدودية دور هذه اللجان، لعدم تمتعها بالقدرة على فرض العقوبات، أو اتخاذ الإجراءات و التدابير الرادعة في حق الشركات المخالفة، و هذا ما يجعلنا نسمع في كل عام طلبها المتزايد لمنحها مثل هذا الحق، على الرغم من قيامها المستمر

[1] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص ص 32-34.

بفتح تحقيقات حول الأفراد الذين يحصلون على معلومات إضافية تفيدهم في إجراء صفقاتهم قبل الآخرين، كما تتدخل في الشكاوى المقدَّمة من قبل الزبائن فيما يتعلّق بنزاهة العمليات والصفقات الجارية من قبل الوسطاء الماليين، خاصة عند وجود اعتراضات حول طريقة تنفيذ أوامر الزبائن من قبل هؤلاء الوسطاء الماليين، و من ثم، تقوم بتحويل هذه الملفات إلى الجهات المعنية (المسؤولون المباشرون أو المحاكم المختصة).

و في نهاية التطرق إلى هذا العنصر، كان لا بد لنا من أن نذكر اللجان و الهيئات المسؤولة عن مراقبة سير و تنفيذ العمليات في البورصة في أغلب البلدان، و لو بصفة مختصرة جدا.

حيث، تتضمن -عادة - مثل هذه الهيئات أو اللجان رئيساً يتم انتخابه من قبل مجلس الوزراء كل أربع سنوات بحسب أغلب التجارب الأوربية، و عدد من الأعضاء (بين ستة وتسعة) يتم انتقاؤهم من قبل وزير الإقتصاد، يمثلون المصارف و شركات التأمين و رجال قانون، إضافة لممثل عن الحكومة، منتدب من وزارة الإقتصاد طبعاً، و تجتمع مثل هذه الهيئات أو اللجان أسبوعياً، و تُعِدّ تقريرا سنوياً يقدَّم لرئيس الدولة أو لرئيس مجلس الوزراء، أو للمستشار (بحسب النظام الألماني).[1]

ثالثا: الشركات المدرجة في البورصة

إن الشركات المرشحة لدخول البورصة تخضع لشروط قاسية قبل إدراجها على قائمة البورصة بغرض التداول، و هذا في حد ذاته صمّام أمان يهدف إلى حماية المستثمر؛ ففي الولايات المتحدة الأمريكية، من أهم الشروط المطلوبة هو أن يكون للشركة عدد كاف من المساهمين (عدة آلاف) حتى لا تكون الشركة وهمية؛ و في فرنسا، يتعين على الشركة الراغبة في التسجيل على قائمة البورصة أن تضع 25 % من أسهمها على الأقل تحت تصرف السوق، و هذا يعني أنه من بين الشركات المرشحة للدخول تُقبَل، فقط، الشركات الأهم للإدراج في السوق الرئيسية (مثل سوق NYSE في نيويورك أو السوق الرسمية في باريس)، أما الشركات

[1] ما هي البورصة، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لتعليم التداول في العملات الأجنبية (الفوركس)، مرجع سابق.

الأقل أهمية فتسجَّل على قائمة السوق الموازية (مثل AMEX في نيويورك أو السوق الثانية في باريس)، حيث تكون شروط الإدراج أقل صرامة.[1]

و بالنسبة للجزائر، من أهم ما يشترطه القانون الحالي على أي مؤسسة خاضعة للقانون الجزائري، طبعاً، بالإضافة إلى أن تكون شركة ذات أسهم، ألا يقل الحد الأدنى لرأسمالها عن 100 مليون دج، و أن تكون حققت ربحا صافيا خلال السنوات الثلاث الأخيرة قبل طلبها الإدراج في البورصة... إلا أن الوضع بالجزائر يحتاج إلى الكثير من تدابير إعادة الضبط.

المطلب الثاني: نظام عمل البورصة

يشترط في السوق المنظمة (البورصة) أن يتم التداول للأوراق المالية المسجلة فيها، وذلك داخل قاعة التعامل، عن طريق الوسطاء المرخَّص لهم بالعمل فيها (السماسرة)، طبقا لطريقة التداول المتفق عليها مع الإلتزام بوحدات للتعامل، و وحدات لتغيير الأسعار كلما كان ذلك ضروريا، و تحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، كما تتولى الإعلان عن الصفقات و الكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المسجلة فيها، و غيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.

و لتوضيح نظام عمل البورصة نتطرق إلى قاعة التداول، مع ما تشمله من أنظمة وطرق للتداول، و أوامر البورصة باعتبارها الآلية التي يتم من خلالها تنفيذ التعاملات داخل البورصة.

أولا: قاعة التداول (قاعة السماسرة)

و هي المكان المخصص لتداول (السماسرة)، و يجدر بنا، في هذا الصدد، تِبيان أنظمة التعامل المعتمدة، و طرق التداول فيما بين السماسرة، و كذا آلية الإستثمار بالنسبة للمستثمرين؛ و هو ما سنتناوله من خلال ما يلي:

[1] قواعد البورصة العالمية... معلومات قد تفيدك، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لمنتدى "الجمعية العلمية الجامعية آفاق المستقبل"، مرجع سابق.

1) أنظمة التداول:

هناك أكثر من بديل في هذا المجال، فهناك نظام الصالة أو القاعة الواحدة للتداول، و هناك نظام التداول باستخدام الحواسيب الإلكترونية (الإعلام الآلي) و الوحدات الطرفية.

أ) نظام القاعة الواحدة:

يتميز نظام القاعة الواحدة بتوفير الفرصة الكافية لسلامة عملية التداول، فأسعار الأسهم الناتجة عن عمليات التداول في ظل هذا النظام تمثل أسعار التوازن، حيث يكون كامل العرض و كامل الطلب في لحظة ما، ممثلا في أي عملية تداول بالبورصة، و ما يَعيب هذا النظام أن المعلومات يمكن ضبطها فقط بعد انتهاء و تنفيذ الصفقات.

ب) النظام الإلكتروني للتداول:

أما النظام الإلكتروني للتداول فيعتمد على ضبط التعامل غير المسموح به من خلال البرامج الجاهزة، و التدفق المستمر للمعلومات عن كافة عمليات التداول بالبورصة، و يُسَهِّل هذا النظام عمليات المتابعة الفورية لعمليات التداول في كافة الأوراق المالية بكافة وقائعها، من حيث حجم التعامل، و تطور الأسعار و غيرها من المعلومات، و نظرا لارتباط كافة الوسطاء بهذا النظام فإنه يساعد على ضبط الممارسات السيئة أو غير المسموح بها، و إيقاف التعامل في حالة وجود شك في ورقة معينة، إلى أن يتم التأكد من سلامة الصفقة، و بالتالي يُسَهِّل اتباع هذا النظام من مهمة تطبيق قوانين و لوائح السوق.

2) طرق التداول بالبورصة:

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع و المشتري - عن طريق الوسطاء - من خلال إحدى الطريقتين التاليتين:

أ) طريقة المفاوضة (*La négociation*):

في ظل هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض (البيع) و أسعار الطلب (الشراء) لكل وسيط، ثم التفاوض بين البائع و المشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ، و تُمَكّن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر المعادل للورقة المالية.

ب) طريقة المزايدة:

و في ظل هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الإتفاق على أحسن عرض للمشتري؛ هذا، و يتم الإعلان عن الأسعار عَلَناً، و ينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتحتم تسويتها بالتسليم الفعلي، و تظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.[1]

3) آلية الإستثمار في البورصة:

على كل من يرغب باستثمار أمواله في البورصة أن يقوم بإحدى العمليتين التاليتين:

- إما أن يفتح (مباشرة) حساباً في إحدى الشركات المسجّلة في البورصة؛ وهذا يتطلّب فقط تقديم ما يُثبت حالته المدنية (الهوية الشخصية)، و توقيعه، و تقديم أو دفع المبالغ الضرورية.
- أو أن يمرّ إلى البورصة عن طريق المصرف الذي يتعامل معه، و ذلك بفتح حساب ملحق بحسابه العادي، و بطبيعة الحال سيستخدم هذا المصرف - بشكل إلزامي- خدمات إحدى الشركات المسجّلة في البورصة.

في الواقع، يتم نقل الأوامر من و إلى البورصة بكل بساطة و سهولة إذا كان بهدف شراء الأسهم و السندات، أو بهدف بيعها بسعر معين، أو "بأفضل سعر" أو "بسعر السوق" منذ تعميم التسجيل المستمر للأسعار عن طريق الإعلام الآلي، و عن طريق الهاتف قبل أو أثناء العمل (الدوام) في البورصة، و هذا لا يتطلب إلاّ تأكيداً مكتوباً مؤرخاً و موقعاً من قبل الشخص المعني (الزبون).

[1] د. صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص ص 32-33.

و في الحقيقة تتطلب هذه الآلية القديمة المستخدمة منذ عدة قرون - على الرغم من بساطتها - توفر هيكل أو بنية تحتية متينة و قوية.[1]

ثانيا: أدوات تنفيذ تعاملات البورصة: الأوامر – (*Les ordres de bourse*)

1) تعريف أوامر البورصة:

تعتبر أوامر البيع و الشراء في البورصة هي نقطة البدء في معاملاتها، و بمقتضاها يصدر أمر من العميل إلى السمسار الذي يختاره، يُخطره فيها برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة، و يسمى الأمر **أمر شراء** إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، و يسمى **أمر بيع** إذا كان غرض العميل هو البيع، و هذه الأوامر بنوعيها يطلق عليها **أوامر البورصة**.

و ترجع أهمية أوامر البورصة إلى أنه لا يجوز لأحد غير السماسرة أن يُجري صفقات داخل البورصة.[2]

و قد عُرِّف أمر البورصة بأنه: التوكيل الذي يعطي لأحد الوسطاء بيع و شراء الأوراق المالية، حيث تأخذ هذه الأوامر عدة أشكال، و التي تبقى صالحة طيلة الجلسة التي أعطيت خلالها.[3]

كما عرفت بأنها: التعليمات التي يتلقاها وسيط البورصة من الحريف (العميل)، أو تلك التي تًصدُر عن الوسيط في إطار وكالة إدارة محفظة أوراق مالية، أو في نطاق نشاط التدخل لحسابه الخاص، أو في نطاق صناعة السوق *Market Making*.[4]

و قد ألزم القانون شركات السمسرة بأن تقوم بتسجيل أوامر العملاء فور وُرودها إليها، و يتضمن التسجيل كافة البيانات المتعلقة بالأمر من حيث مضمونه، و اسم مُصدره، و صفته، وساعة و كيفية وروده للشركة، و الثمن الذي يرغب العميل البيع به، و يُصدِر العميل أمره إلى

---

[1] ما هي البورصة، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لتعليم التداول في العملات الأجنبية (الفوركس)، مرجع سابق.
[2] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 126-127.
[3] الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه في علوم التسيير (فرع مالية)، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص 65.
[4] أحمد الهدواج (الرئيس المدير العام لبورصة تونس سابقا "1993-2005")، أهم التراتيب (أو اللوائح) المعمول بها عادة في البورصة و مهنة الوساطة، مرجع سابق.

شركة السمسرة في أي صورة ممكنة، كأن يكون خطابا، أو برقية تليفون، أو عن طريق أحد البنوك التي يتعامل معها العميل.

2) شروط صحة أوامر البورصة:

يشترط في أمر البورصة أن يكون صادرا عن شخص تتوافر فيه الأهلية، لذلك لا يكون أمر البورصة صحيحا إذا صدر عن شخص عديم الأهلية، أو منعدم الأهلية، أو الرضا، أو كان رضاؤه معيبا أو منقوصا، لذلك فإن من واجبات شركة السمسرة التحقق من ذلك، خاصة إذا كان غير معروف لديها، فتتحقق منه شخصيا، و من صفته متى كان يتصرف لحساب شخص آخر، و يُتَأكد من ملكيته للصكوك المُراد التصرف فيها بالبيع.[1]

هذا، و تتضمن الأوامر في البورصة - على الخصوص - البيانات التالية:

- نوع (اتجاه) العملية (بيع أو شراء)؛
- اسم الصك المالي (الورقة المالية) سواء كان سهم ملكية أو سند دين؛
- طبيعة الصك المالي (سهم ملكية"*Action*"، أو سند دين "*Obligation*"، أو شهادة استثمار "*Certificat d'investissement*".. الخ)؛
- عدد الصكوك (الأوراق) المالية (تحديدها كمًا)؛
- فترة سريان مفعول الأمر (*Validité de l'ordre*)؛
- طرق تنفيذ الأمر.[2]

3) أنواع أوامر البورصة:

تتنوع أوامر البورصة إلى أربعة أنواع، هي:

الأوامر المحددة لسعر التنفيذ، الأوامر المحددة لوقت التنفيذ، الأوامر التي تجمع بين سعر و وقت التنفيذ، و الأوامر الخاصة.

و سنتناولها، تِباعاً، كما يلي:

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 127-128.
[2] د. وسام ملاك، مرجع سابق، ص ص 120-121، بتصرف.

أ) الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

و يُقصَد بها الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، و في هذه الحالة يتخذ العميل أحد المواقف التالية:

- قد يصدر العميل أمره إلى السمسار بالبيع أو الشراء بأحسن ما يكون أو بأفضل سعر، وفي هذه الحالة لا يتقيد السمسار بسعر معين، و لكنه يبذل قصارى جهده ليتم التعاقد وفقا لأفضل سعر، فإذا كان سعر الصك يتجه نحو الصعود سارع إلى الشراء عند فتح البورصة، و إن كان يتجه نحو الهبوط تمهل لكي يشتري قبل إغلاق البورصة مباشرة، حتى يفوز في الحالتين بأحسن سعر، و هو أقل سعر عند الشراء و أعلى سعر عند البيع، و يلتزم السمسار بالتعاقد بأحسن ما يكون حتى في الحالات التي لا تَرِد فيها هذه العبارة في أمر البورصة، لأن ذلك مما يوجبه مبدأ حسن النية.
- قد يصدر العميل أمره إلى السمسار بالتعاقد بسعر محدد، و في مثل هذا الفرض، يتقيد السمسار بهذا التحديد، ما لم يتمكن من البيع بأعلى منه، أو الشراء بأقل منه حسب الأحوال، على أساس أن المفهوم ضِمناً أن العميل قصَد أن يتعاقد السمسار بالسعر الذي عيَّنه أو أحسن منه.
- قد يتم تحديد السعر بطريقة تقريبية، و في مثل هذا الفرَض، يلتزم السمسار بالتعاقد بسعر يرتفع أو يقل قليلا عن السعر الذي حدده العميل، و ذلك إذا لم يستطع التعاقد بنفس السعر أو التعاقد بسعر أفضل.
- قد يترك العميل للسمسار تحديد السعر المناسب وفقا لتقديره، بحيث يكون للسمسار حرية في التقدير، فيستطيع أن ينفذ الأمر مرة واحدة، أو يوزعه على عدة جلسات، أو لا ينفذه مطلقا إذا رأى عدم صلاحية ملائمة العملية أو السعر، أو ينفذه وفقا للسعر الذي يراه مناسبا.
- قد يُصدر العميل أمره إلى السمسار بالتعاقد بسعر الفتح، أو بسعر الإقفال، أو بمتوسط أسعار اليوم، أو بأي سعر يمكن الحصول عليه.

ب) الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

يقصد بها: الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها، و قد تكون مدة الأمر يوما، أو أسبوعا، أو شهرا، و قد يكون مفتوحا لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه، و في هذه الحالة يجب على الشركة عرضه في أول جلسة تاليةٍ لوروده، و إلا يصبح باطلا، ما لم يُتَّفَق على غير ذلك.

ج) الأوامر التي تجمع بين سعر و وقت التنفيذ:

و فيها يحدِّد الأمر السعر المعيَّن خلال فترة زمنية معينة، قد تكون هذه الفترة يوما أو شهرا أو أكثر، و هي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحدِّدة لسعر التنفيذ، و الأوامر المحدِّدة لوقت التنفيذ.

د) الأوامر الخاصة:

و هي الأوامر التي تقيِّد من حرية السمسار، كالأوامر التي لا تنفَّذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معيناً أو تعداه، و قد يضع العميل حدا أدنى لسعر البيع، و حدا أقصى لسعر الشراء، و لا يتم التعامل إلا بذلك أو أفضل منه.

و يجب على شركة السمسرة أن تقوم بعرض أوامر العملاء بطريقة تكفل العلانية، وبالبيانات اللازمة للتعريف بالعملية وفقا للقواعد التي تُقِرها هيئة الرقابة، و في حالة عدم قيام الشركة بتنفيذ أوامر صادرة إليها، فعليها أن تعلن عن ذلك بطريقة واضحة على لوحة التداول، لمدة نصف ساعة على الأقل قبل تنفيذ العملية، على أن تكون أسعارها مساوية لسعر الإقفال، أو سعر التداول حسب الأحوال.

4) طرق تنفيذ أوامر البورصة:

يتفق العاملون في سوق الأوراق المالية على أن أوامر البورصة تُنَفَّذ بإحدى طريقتين:

الطريقة الأولى: صفقات البورصة

و هي الطريقة الغالبة عملا، و تتمثل في النداء باسم الصك، فإذا وجد النداء قبولا من سمسار آخر يصرح برغبته في التعاقد مع ذكر الثمن، تُنَفَّذ الصفقة عندئذ.

الطريقة الثانية: الصفقات التطبيقية

و هذه الطريقة تَفتَرض أن نفس السمسار تلقى أمرا من عميلين مختلفين أحدهما بالبيع، و الآخر بالشراء لعدد معين من أوراق مالية معينة، و عندئذ يُبرِم السمسار الصفقة لحساب العميلين.

و مَثارُ الصعوبة أن الصفقات التطبيقية تَحْرِم العملاء من العلانية التي تكفلها الطريقة السابقة، و التي يُطمَأنُّ فيها لعدالة السعر، و هو ما يتطلب - إذا أريد تحقيق نفس الضمانات - أن يُنَفَّذ السمسار أمر البيع و أمر الشراء في المقصورة كُلاً بمعزل عن الآخر، بحيث يبيع لسمسارٍ تنفيذا لأمر بيع، و يشتري من سمسار ثالث تنفيذا لأمرِ شراءٍ، و قد لوحِظ في هذا السلوك الإفراط في الشكلية، و من ثم، كان البديل هو إجراء عمليات تطبيقية، بحيث يُجري السمسار تنفيذَ أوامر البيع و أوامر الشراء بحيث يجري كل التعاقد لحساب عميلين من عملائه، و حتى لا يكون في إجراء الصفقات على هذا النحو تفويت لفرصة الحصول على سعر أفضل في البورصة، فإنه يتعين إتباع متوسط أسعار اليوم، أو سعر أحدث عملية عقدت في المقصورة، وذلك متى كانت أوامر البيع و الشراء بأحسن ما يكون، فإذا كانت الأوامر بسعر محدد تَعَيَّنَ انتظار عقد صفقة في المقصورة بالسعر المحدّد ليتم التعاقد بمقتضاه.[1]

<u>المطلب الثالث</u>: خصائص السوق الكفأة (الجيدة)

وفقاً لمفهوم الكفاءة، يُتوَقَّع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة تِرد إلى المتعاملين فيها يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدِرة للأسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً، و ذلك تِبَعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارةً أو غير سارةٍ.

---

[1] د. أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص 127-134.

و في السوق الكفأة (*Efficient Market*)، يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات و تقارير حول الحالة الإقتصادية العامة على أداء المنشأة.

كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفأة (أو الجيدة) توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية، و بشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب؛ و لكن، رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية و المخاطر المحيطة بها تماماً.[1]

و تنعكس كفاءة أسواق تداول الأوراق المالية مباشرة على كفاءة و تطور الوضع الإقتصادي عموما، و هو ما يستوجب الإهتمام بتحسين كفاءة هذه الأسواق.[2]

لذلك، و حتى تكون السوق كفأة (أو جيدة) ينبغي أن تتسم بمجموعة من الخصائص، والتي نذكرها من خلال ما يلي:

أولا : السيولة

تعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، و تعني القدرة على بيع أصول مالية بسرعة و بدون خسارة، أي القدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر؛ و الأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا قَلَّتْ سيولة الأصل، انخفضت قابليته للتسويق، و صار من المطلوب إعطاء خصوصيات أو عمولات أكبر لبيعه.

ثانيا: استمرارية السعر

تُعتبَر إحدى المكونات الرئيسية للسيولة، و تعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى، إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة لأخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

---

[1] دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني للمعهد العربي للتخطيط بالكويت وفق الرابط: www.arab_api.org.rar.

[2] أ. خليل الهندي و القاضي أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص 66.

ثالثا: عمق السوق

تتطلب الأسواق المالية - التي تتميز باستمرارية السعر - وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع)، و المشترين (أوامر الشراء) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى و أدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية؛ فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض و الطلب، دخل هؤلاء البائعون والمشترون المحتمَلون إلى السوق فور التداول، الأمر الذي يؤدي إلى إزالة أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مضاربين).

و تُدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بأسواق **ضحلة**، لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء و البيع، و لأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً، وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق؛ فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية؛ أما في الأسواق العميقة، فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى، ينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية و صانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة.

رابعا: شمولية السوق

تتميز الأسواق المالية بالشمولية، إذا نتج عن عوامل العرض و الطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين و المشترين في السوق قليلاً، و كان حجم التداول الناتج صغيراً، فإن السوق تكون ضيقة.

خامسا: حيوية السوق

عندما يختل التوازن بين العرض و الطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، و عندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار، فإن ذلك يدل على حيوية السوق، و في الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون الفرق بين أسعار العرض والطلب صغيراً، و يتم إنجاز أي صفقة بيع و شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيراً.

سادسا: كفاءة المعلومات (التسعيــر)

يُعتبَر توفر المعلومات عن الأوراق المالية و وصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن واحد بسرعة و بتكلفة ضئيلة، من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالية، و هذا يعني أن أي تغير في المعلومات حول العرض و الطلب، سيؤدي إلى تغير مقابل في أسعار الأوراق المالية.

إن التبدل السريع في الأسعار - على ضوء أي معلومة جديدة عن العرض و الطلب - يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية، هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات.

سابعا: انخفاض تكاليف التداول

لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص رأس المال السائل بكفاءة، إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة، و بتكلفة معقولة، و هذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية (رخيصة)، و أن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً، فإذا توفرت هذه الشروط، يمكن القول أن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (التشغيلية).

و الجدير بالذكر أنه في بورصة نيويورك تحسنت كفاءة التعامل (التشغيل) في عام 1975، عندما أصدرت هيئة الأوراق المالية و الأسواق المالية قانوناً يقضي بالسماح بتداول الأوراق المالية المدرجة فيها في بورصات أخرى، و ألغت العمل بنظام عمولات الوساطة الثابتة، فقد انخفضت عمولات الوساطة بحوالي 25 %، و ازداد عمق و شمولية و حيوية السوق، بظهور المنافسة من صناع السوق في بورصات أخرى، ينافسون المتخصصين العاملين في بورصة نيويورك.

كذلك، فإن وجود وسطاء الخصم و التداول على الإنترنت بعمولات منخفضة جداً في أواخر التسعينات، قد ساهما بشكل جوهري في زيادة الكفاءة التشغيلية لأسواق رأس المال.

بناءً على الخصائص السابقة يمكننا النظر إلى الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية كلعبة عادلة (*Fair Game*) للمتعاملين، بمعنى أنه، لا يمكن لأي متعامل أن يحقق - بشكل مستمر -

عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين، و بما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات، فإنهم يشتركون في لعبة عادلة، و النتيجة المنطقية لهذه الكفاءة، هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي قيمتها الحقيقية.[1]

ثامنا: توفير الشفافية

تمثل الشفافية أحد مبادئ حوكمة الشركات التي تعتمد عليها كفاءة السوق، **و يشير مصطلح حوكمة الشركات "*Corporate Governance*" إلى الخصائص التالية:**

1. **الإنضباط:** أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب و الصحيح.
2. **الشفافية:** أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث.
3. **الإستقلالية:** أي لا توجد تأثيرات و ضغوط غير لازمة للعمل.
4. **المساءلة:** أي إمكان تقييم و تقدير أعمال مجلس الإدارة و الإدارة التنفيذية.
5. **المسؤولية:** أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في المنشأة.
6. **العدالة:** أي يجب احترام حقوق مختلف المجموعات أصحاب المصلحة في المنشأة.
7. **المسؤولية الإجتماعية:** أي النظر إلى الشركة كمواطن جيد.

و يمكن تعريف حوكمة الشركات بأنها: النظام الذي يتم من خلاله توجيه أعمال المنظمة و مراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها، و الوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة و الشفافية.

و ترتكز حوكمة الشركات على ثلاث ركائز، هي:

1- السلوك الأخلاقي: أي ضمان الإلتزام السلوكي، من خلال الإلتزام بالأخلاقيات وقواعد السلوك المهني الرشيد، و التوازن في تحقيق مصالح كافة الأطراف المرتبطة بالمنشأة، و الشفافية عند عرض المعلومات المالية.

[1] د. لطيف زيود، د. حسان قيطيم، نغم أحمد فؤاد مكية، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، سلسلة العلوم الإقتصادية و القانونية، المجلد (29)، العدد (1)، اللاذقية - سورية، 2007، ص ص 179-180.

2- تفعيل أدوار أصحاب المصلحة، مثل الهيئات الإشرافية العامة، و الأطراف المباشرة للإشراف و الرقابة، و الأطراف الأخرى المرتبطة بالمنشأة.

3- إدارة المخاطر، أي التعرف على المخاطر و تحديدها، و اختيار أنسب السبل للتعامل معها و إدارتها، بما يحقق أقصى منفعة للمنشأة.

و لاشك أن تطبيق الشركات التي تُتَداول أسهمها في البورصة لمبادئ الحوكمة سوف يؤدي إلى تحقيق كفاءة السوق، و زيادة ثقة المستثمرين المحليين و الأجانب في البورصة، وتشمل مبادئ حوكمة الشركات خمسة مبادئ أساسية، و هي:

1) حقوق المساهمين:

يجب أن يحمي إطار حوكمة الشركات حقوق المساهمين.

2) المعاملة المتكافئة للمساهمين:

يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات المعاملة المتساوية العادلة بين المساهمين (أغلبية و أقلية، مساهمين محليين و أجانب).

3) دور أصحاب المصلحة:

يجب أن يعمل إطار حوكمة الشركات على تأكيد احترام حقوق أصحاب المصلحة المختلفة المرتبطين بأعمال الشركة، و أن يسمح بوجود آليات لمشاركتهم بما يكفل تحسين الأداء، و أن يكون لهم فرصة الحصول على المعلومات المتصلة.

4) الإفصاح و الشفافية:

يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات تقديم إفصاحات موثوقة و ملائمة، و في توقيت مناسب لكل الأمور الهامة بشأن الشركة، شاملا الوضع المالي و الأداء و الملكية و الرقابة، بما في ذالك النتائج المالية و التشغيلية، و أهداف الشركة، و ملكية الأسهم، و التصويت و عضوية

مجلس الإدارة و مكافأتهم، و عوامل المخاطرة الجوهرية المتوقعة، و هياكل الحوكمة وسياساتها، و المراجعة السنوية، و الدخول على المعلومات من جانب المستخدمين.

5) مسؤوليات مجلس الإدارة:

يجب أن يضمن إطار حوكمة الشركات التوجه الإستراتيجي للشركة، و المتابعة والرصد الفعال للإدارة بواسطة مجلس الإدارة، و مسؤولية المجلس أمام الشركة و المساهمين، وعلى المجلس أن يحرص على الحصول على كل المعلومات، و أن يتعامل بعدالة مع كافة المساهمين، و أن يضمن التوافق مع القوانين السارية...الخ، و مراجعة الأداء و سياسة المخاطر..الخ، و كذلك ضمان أن النظم الملائمة للمراقبة الداخلية قائمة - و خاصة – نظم إدارة و متابعة المخاطر، و الرقابة المالية، و التوافق مع القوانين و الإفصاح و الإتصالات؛ و ينبغي على المجلس أن يضع في اعتباره استخدام لجنة المراجعة (من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين)، و كذلك، الدخول على المعلومات الدقيقة و الملائمة و في التوقيت المناسب، والإتصالات مع المديرين الأساسيين و المُراجِع الداخلي، و اللجوء إلى المشورة الخارجية المستقلة.

و في نفس الوقت الذي تكون فيه هذه المبادئ عامة، نسبيا، في طبيعتها بسبب تطبيقها العالمي، فإن هذه المبادئ توفر فعلا أساسا جيدا لوضع مبادئ خاصة بكل دولة، و جملة واحدة تُستخدَم غالبا من جانب مؤيدي حوكمة الشركات هي أن: " وجود نظام موحد ليلائم الكل لن يكون عمليا في الممارسة".[1]

[1] د. طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سابق، ص ص 26-28.

الفصل الثاني: إتجاهات التجديد في الأدوات المالية محل التداول في البورصة

بغرض إيجاد حلول غير تقليدية للمشاكل التمويلية، ظهرت هناك فئات عديدة من الأدوات المالية، بعضها امتداد لما كان موجودا من أسهم و سندات، و أخرى أخذت أشكالا هجينة " *Hybride* " من أصناف مختلفة، كما ظهرت أدوات أخرى جديدة مثل ما يسمى بالتوريق " *Titrisation* "، و الأوراق المالية القابلة للتحويل (*Les titres convertibles*).

لذلك، سنحاول في المبحثين المواليين تِبيان بعض جوانب هذه التجديدات و التحسينات على مستوى فئات الأوراق المالية.

المبحث الأول: الأدوات المستحدثة في الأسهم و السندات

المطلب الأول: إتجاهات التجديد في الأسهم

أولا : أنواع جديدة من الأسهم العادية

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الإشارة إليها في الباب الأول، و بهدف جعل الأسهم العادية أكثر مواءمة للمستثمرين و المؤسسات، ظهرت في السنوات الأخيرة فئات جديدة، خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تُخصَم قبل حساب الضريبة، و الأسهم العادية مضمونة القيمة؛ و سنتناولها، تِباعاً، من خلال ما يأتي:

1) الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل، و لكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواعا أخرى من الأسهم الإنتاجية، يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم

معين من الأقسام المُنتِجة بالشركة، و على الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين.[1]

فعلى سبيل المثال أصدرت شركة "جنرال موتورز" أسهماً أطلق عليها الفئة (E)، حيث رَبطت الشركة التوزيعات التي تَحصُل عليها هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم نظم المعلومات الإلكترونية بالشركة.[2]

2) الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:

و الأصل، أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تُعتبَر من الأعباء التي تُخصَم قبل احتساب الضريبة؛ و في الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة، بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين – المخصص لتمويل شراء الأسهم – من دفع ضريبة على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها.[3]

و يمكن استخدام هذه الفكرة في زيادة مشاركة العمال في ملكية شركات قطاع الأعمال العام في ظل برنامج الخوصصة.[4]

كيفية تمويل شراء هذه الأسهم ؟

بموجب خطةٍ لإشراك العاملين في ملكية الشركة، تقوم وحدة تنظيمية مختصة – نيابة عن العاملين – بالحصول على قرض طويل الأجل، بهدف استخدام حصيلته لتمويل شراء جزء من الأسهم العادية، أي حصة في رأسمال الشركة التي يعملون فيها، و يتم سداد القرض وفوائده من التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة، كما يتم سداد القرض و فوائده من مساهمة مالية

[1] د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية زكي قريقاص، الأسواق و المؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين – شركات الإستثمار، الدار الجامعية، مرجع سابق، ص 265.
[2] أ.د. محمد صالح الحناوي و د. جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 35.
[3] د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية زكي قريقاص، نفس المرجع، ص 266.
[4] أ.د. محمد صالح الحناوي و د. جلال إبراهيم العبد، نفس المرجع، ص 35، بتصرف.

إضافية تقدمها المنشأة التي أصدرت هذه الأسهم، على أن تُخصم قيمتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

أهم العوامل المساعدة لنجاح خطة المشاركة:

1. إن الخصم الضريبي الذي يستفيد منه المقرِض يجعله في موقف يسمح له بتخفيض معدل الفائدة على القرض، و هو ما يعني - بالتبعية - تخفيض تكلفة شراء السهم.
2. إن خصم قيمة التوزيعات قبل حساب الضريبة يعد دافعا قويا لقيام المنشأة المعنية بتقديم مساهمتها الإضافية لزيادة حصيلة الموارد المستخدَمة في شراء الأسهم، و يمكن أن تُقَدَّمَ بعض الأصول كضمان للحصول على القرض.

3) الأسهم العادية المضمونة:

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على المنشأة التي أصدرته، وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه، ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984 لأول مرة أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض، إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محددة عقب الإصدار، و في هذه الحالة فإنه:

⇐ يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم؛

⇐ مخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض؛ و عندئذ، لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر الشراء، وبين السعر الأدنى للقيمة السوقية الذي تَضْمَنُهُ المنشأة، أما إذا تجاوز الإنخفاض الحد المشار إليه، فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة؛ و باختصار، لا يوجد حد أقصى للأرباح، أما الخسائر فمحدودة.

كيفية التعويض للمستثمر:

أ- إصدار أسهم عادية إضافية:

و يتوقف نصيب كل مستثمر على عدد الأسهم التي سبق أن اشتراها، و على مقدار الإنخفاض في القيمة السوقية للسهم؛ و هذا الإجراء ينطوي على عدة مشاكل:

1. يؤدي إلى زيادة ثروة الملاك الجدد على حساب الملاك القدامى، حيث أن انخفاض القيمة السوقية للسهم تقع على عاتق جميع المساهمين، في حين أن الملاك الجدد فقط هم الذين يتم تعويضهم في صورة أسهم مجانية، بما يعني زيادة حصتهم في رأس المال.
2. هناك حد أقصى لعدد الأسهم المُسَرَّح للمنشأة بإصدارها، و ذلك بموجب عقد التأسيس، مما يؤدي إلى احتمال حدوث تصفية للمنشأة، و ذلك، في حالة تعويض الإنخفاض بإصدار أسهم عادية جديدة تتجاوز العدد المنصوص عليه، و هذا غير جائز، و يصبح احتمال التصفية أحد الحلول البديلة.

ب- دفع التعويض في صورة نقدية:

لتخفيف حدة الإنتقادات التي قد تُوَجَّهُ إلى عملية إصدار أسهم عادية جديدة للتعويض، فإنه قد يتم النص على أن من حق المنشأة دفع التعويض في صورة نقدية؛ و إن كان التعويض النقدي لا يخلو من العيوب، ذلك أنه قد ينتهي بالمنشأة إلى التصفية، و ذلك إذا لم تتوافر لديها السيولة الكافية لتغطية التعويض المطلوب، و كذلك، التعويض من خلال أوراق مالية أو تجارية قصيرة الأجل تعتبر مديونية قصيرة الأجل، تعرِّض المنشأة لمخاطر الإفلاس، في حالة فشلها في تدبير الأموال اللازمة لخدمة الدين خلال الأجل القصير.

ج- التعويض بإصدار أسهم ممتازة:

التعويض بإصدار أسهم ممتازة من شأنه أن يُجَنِّبَ المنشأة التعرض لمخاطر التصفية، وهو ما يعني انخفاض حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مشتري السهم، و انخفاض المخاطر يعني إمكانية بيع السهم بسعر مرتفع، بما يعني ارتفاع حصيلة بيع الإصدار، وانخفاض تكلفة الأموال بالتبعية.

و مع ذلك، فإن التعويض بالأسهم الممتازة له بعض المشاكل، هي كما يلي:

1. لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس؛
2. القيمة الإسمية للسهم الممتاز لابد أن تساوي القيمة الإسمية للسهم العادي؛
3. لحامل هذه الأسهم الحق في الحصول على توزيعات تُعادِل تماما ما يحصل عليه حامل السهم العادي؛
4. لحاملها حق التصويت في الجمعية العمومية.

و بذلك، فإن مقدَّرات الشركة و قراراتها تنتقل إلى الملاك الجدد، إذا بلغ ما يمتلكونه من أسهم ممتازة لها حق التصويت و أسهم عادية عددا يفوق ما يمتلكه الملاك القدامى.

و من مميزات إصدار الأسهم العادية المضمونة:

1. كفالة الحماية لبنوك الإستثمار؛
2. ضمان التصريف الكامل للإصدار؛
3. تعتبر بديلا مرغوبا للسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، و خصوصا في المنشآت الصغيرة، التي ترغب في توفير الحد الأدنى من صافي الربح اللازم لتسجيل أسهمها في البورصة، وكذلك، المنشآت التي تهدف إلى الفوز بعقود حكومية.

و جدير بالذكر، أن إصدار أسهم عادية مضمونة في سوق المال قد يشجع المستثمر الذي يتجنب الخطر على توجيه مدخراته نحو هذا النوع، مما يترتب عليه مزيدا من توفير الموارد المالية اللازمة لمنشآت الأعمال؛ أيضا، قد تساعد الأسهم العادية المضمونة في تحويل أو نقل ملكية القطاع العام إلى العمال.[1]

4) شهادة الإستثمار *Le certificat d'investissement :*

و هي عبارة عن شهادة تصدرها المؤسسات، و تشترك مع الأسهم العادية في حق حصول حاملها على توزيعات الأرباح، و حق الإكتتاب، و نتيجة التصفية، و تختلف معها في حرمان المساهم من المساهمة من الحقوق الأخرى، خاصة المشاركة في جمعية المساهمين،

---

[1] د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين – شركات الإستثمار، مرجع سابق، ص ص 266-270، بتصرف.

وإمكانية التصويت، و يمكن إصدار هذه الشهادة لرفع رأس مال المؤسسة، و لكن في حدود 25 % من عدد الأسهم المكونة للرأسمال الإجتماعي (في القانون الفرنسي)، و هذا بهدف تفادي ملكيتها الكلية من طرف أغلبية المساهمين.[1]

ثانيا: إتجاهات جديدة في الأسهم الممتازة

ظهرت بعض الإتجاهات الحديثة بشأن إصدار الأسهم الممتازة، حيث ظهرت بعض أنواع الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، أو التي تعطي لحاملها حق التصويت في مجلس إدارة المنشأة.

1) الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة، و تتحدد بنسبة محددة من القيمة الإسمية للسهم، و ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة، ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية، هي سندات الخزانة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر، بناء على التغييرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، و للمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم، عادة ما يُنَصُّ على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 7,5 % من القيمة الإسمية للسهم.[2]

2) الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:

يُعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة الحق لحاملها في التصويت في مجلس الإدارة (الأسهم الممتازة عموما لا تعطي هذا الحق)، و ذلك كنوع من التعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكونها عن حد معين،[3] و ذلك كما سبق الإشارة إليه عند مناقشة الأسهم العادية المضمونة.

[1] Connaitre la bourse, le journal des finances, 9 ème Ed, Paris, 1995, PP 26-27.
[2] د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية زكي قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين – شركات الإستثمار، مرجع سابق، ص ص 271-272.
[3] أ.د. محمد صالح الحناوي و د. جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 44.

المطلب الثاني: إتجاهات تجديد السندات

إلى جانب السندات التقليدية التي سبق الإشارة إليها في الباب الأول، ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة متعددة، نتناولها، تِباعاً، من خلال ما يأتي:

1) سندات لا تحمل معدل كوبون (*Zero Coupon Bonds*):

تباع بخصم على القيمة الإسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الإسمية عند الإستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الإستحقاق.

2) سندات ذات معدلات فائدة متحركة:

كما كان يطلق عليها أيضا "السندات ذات المعدل المُعَوَّمْ *« Obligations à taux flottant »* "،[1] و هو نوع استُحدِث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة، يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات، و يعاد النظر فيه كل ستة أشهر، بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

3) السندات ذات الدخل (*Income Bonds*):

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا، و مع هذا، فمن الممكن أن يُنَصَّ في بعض العقود على أن يحصل حامل السند - في سنة لاحقة - على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها المنشأة أرباحًا.

4) السندات الرديئة (متواضعة الجودة " *Junk Bonds* "):

استُحدِثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، و ذلك بإصدار قروض تُستَخدَم حصيلتها لشراء جانب

---

[1] محمود صبح، الإبتكارات المالية: المؤسسات و الأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، القاهرة، دار النهضة العربية، 1999، ص 96.

كبير من أسهمها المتداولة في السوق؛ و عادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترَضة إلى الأموال المملوكة، بشكل يجعل الإستثمار محفوفا بقدر كبير من المخاطر، و هو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون (العائد) مرتفع ليعوض تلك المخاطر.

5) سندات المشاركة:

و تسمى أيضا سندات المساهمة " *Les titres participatifs*" ، و تُعتَبَر أهم مثال عن الأوراق المالية ذات الشكل الهجين بين الأسهم و السندات، و تحتوي هذه الأوراق على عوائد ثابتة، إلى جانب عوائد متغيرة ترتبط أساسا بتغير نتائج المؤسسة، رقم أعمالها، القيمة المضافة ..الخ، و هذا حسب كل مؤسسة، و تحتوي الفائدة الثابتة عادة على نسبة مضمونة من معدل الفائدة السائد في سوق السندات.[1]

و هذه الأخيرة، تعطي للمستثمر الحق، ليس فقط في الفوائد الدورية، بل و في جزء من أرباح المنشأة.

6) السندات ذات العائد الصفري " *Obligations à coupon zéro* ":

و يُقصَد بها، السندات التي لا تُدفَع عليها فوائد من طرف المؤسسة، و إنما يتولد العائد الذي يحصل عليه المستثمر من الأرباح الناتجة عن ارتفاع قيمة السند في السوق، و بهذا يتجنب المستثمر مخاطر انخفاض معدلات الفائدة.

هذه السندات تُناسب المستثمرين الذين لا يرغبون في تجميد استثماراتهم في ظل معدلات الفائدة السائدة.

7) السندات التي يُتتابَع تاريخ استحقاقها " *Obligations en série* ":

و يتم التخطيط على أساسها بالقيمة التي يمكن استردادها كل سنة، حتى استحقاقها نهائيا، و تمَكّن المستثمر من اختيار التاريخ الذي ستُرَد فيه أمواله، بناء على احتياجاته.

[1] محمود صبح، نفس المرجع، ص 96.

8) سندات ذات علاوة " *Obligations à prime* ":

و هي سندات خالية من الفوائد، أو بفوائد ضعيفة، و يُجرى عليها السحب لتحديد من يحصل على علاوة أو نصيب.

9) السندات التي تحمل صكوك اكتتاب في الأسهم " *Les obligations à bons de souscription d'action"* :

يُرفَق هذا النوع من السندات بصكوك تسمح لحاملها بالإكتتاب في أسهم الشركة المعنية بسعر محدد مسبقا، و يُمنَح هذا الحق، عادة، إلى عمال و موظفي المؤسسة، حيث يصبح هؤلاء - بتنفيذ الحق الممنوح لهم - مساهمين إلى جانب تميزهم بصفة الدائنين.

و إلى جانب هذه الأشكال، ظهرت كذلك سندات أخرى، خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، نذكر منها:

- **السندات المتجرِّدة من المخاطر " *Strips* ":**

و تشبه السندات ذات العائد الصفري، تُصدرها الخزينة الأمريكية، و تكون خالية من مخاطر عدم السداد، و مخاطر تغيرات معدلات الفائدة، و مخاطر إعادة الإستثمار.

- **السندات ذات الكوبون المتزايد " *Set-up Bonds* ":**

و يحصل المستثمر من خلالها على عوائد منخفضة لفترة محددة، ثم تتزايد حتى تصل إلى معدلات مرتفعة.[1]

[1] محمود صبح، نفس المرجع، ص ص 90-98.

المطلب الثالث: التوريق (الأوراق المالية المخلقة)

يُطلِق عليه الإقتصاديون و الماليون أيضا: " **التصكيك** "، و " **التسنيد** ".

يُطلق عليه باللغة الفرنسية مصطلح: " ***Titrisation*** "، و باللغة الإنجليزية: " ***Securitization*** ".

أولا: مفهوم نشاط التوريق

يُعتبر نشاط التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدَثة، التي يمكن عن طريقها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (الغير قابلة للتداول و المضمونة بأصول) إلى "منشأة متخصصة ذات غرض خاص *Special Purpose Enterprise (SPE)*" (تسمى في هذه الحالة شركة التوريق)، بهدف إصدار أوراق مالية جديدة في مقابل هذه الحقوق المالية، تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.[1]

و عُرِّف التوريق بأنه: قيام البنوك و شركات التمويل العقاري ببيع دين القروض المتجمعة لديها على العملاء الذين اشتروا العقارات إلى إحدى الشركات المتخصصة، والتي تسمى قانونا " شركات التوريق "، و هذا البيع يكون بمقابل معجَّل أقل من قيمة الدين، ثم تقوم شركة التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه الديون، بقيمة إسمية لكل سند، و تطرحها للإكتتاب العام (بيعها) للأفراد و المؤسسات بقيمة أكبر و أقل من القيمة الإسمية (أي بعلاوة أو خصم إصدار)، و يحصل حملة السندات على فوائد القروض، و تتولى شركة التوريق، مع شركة التمويل، عملية تحصيل الأقساط و الفوائد من المقترضين الأصليين، و توزعها على حملة السندات، و بذلك تحصل شركة التمويل على سيولة، و تكسب شركة التوريق الفرق بين قيمة القروض و بين ما دفعته لشرائها، و يكسب حملة السندات الفوائد، كما يمْكنهم تداول هذه السندات في سوق المال بالبيع لغيرهم بأسعار أكثر من سعر شرائهم لها في حالة ارتفاع سعر فائدتها عن سعر الفائدة السائدة، و قد يبيعونها بخسارة عندما يقل سعر الفائدة أو يحتاجون

[1] د. محمد الصالح الحناوي و د. جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص ص 315-322.

لسيولة عاجلة، و باستمرار تداول السندات، تنتقل الملكية إلى عديدين في داخل البلاد وخارجها.[1]

ثانيا: أطراف عملية التوريق

- **الممول – المنشئ (*Originator*):**

تقوم بعض المنشآت مثل البنوك المتخصصة (العقارية أو الصناعية أو الإئتمان الزراعي)، و البنوك التجارية، و شركات التمويل، و شركات الأوراق المالية، و مصدري بطاقات الإئتمان بإقراض العملاء، مما ينتج عنه حقوق مالية تظهر ضمن أصولها في الميزانية، و يستطيع الممول (المنشِئ) لهذه الديون تحويلها في مجموعات متجانسة (و هي مضمونة بأصول ملموسة) لإحدى المنشآت ذات الأغراض الخاصة (*SPE*) و التي تقوم بتوريقها.

- **الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة للأوراق المالية (*Issuer*):**

تُعرَف الشركة ذات الغرض الخاص بأنها شركة تُنشَأ لتُحَوَّل إليها الحقوق المالية المضمونة بأصول، و تقوم بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بحصيلة هذه الحقوق المالية، والأصول الضامنة لها؛ و هي بهذا، تعتبر الشركة القائمة بعملية توريق الديون؛ و يمكن أن تكون الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة للأوراق المالية، شركة تابعة أو شقيقة للشركة الممولة (المنشِئة لهذه الديون).

و في بعض الأحيان، قد لا تكون عملية إصدار الأوراق المالية خاصة بممول أو منشئ وحيد، و إنما قد تقوم شركة التوريق بتجميع مجموعة من الحقوق المالية المكفولة بالحقوق المالية المضمونة بأصول مرهونة من ممولين (منشئين) مختلفين، و توريقِها مع بعضها البعض، عندما لا يكون لدى الممول (المنشئ) الواحد منهم كمية كافية من الأصول لإصدار مجموعة من الأوراق المالية.

---

[1] د. محمد عبد الحليم عمر، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، دراسة قدمت خلال ندوة «الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الإقتصادات العربية»، 11 أكتوبر 2008، مركز صالح عبد الله كامل للإقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة، ص 8، المصدر: محرك البحث على الشبكة العنكبوتية *Google*، تاريخ إجراء البحث: 2009/11/05.

و تقوم شركة التوريق (المُصدِر *Issuer*) بإصدار و بيع الأوراق المالية، إما في صورة طرح خاص أو في صورة طرح عام؛ و تكون هذه الأوراق المالية ـ بالتبعية ـ مكفولة بحصيلة الحقوق المالية و مضمونة بالأصول؛ و بعد انتهاء عملية التوريق و بيع هذه الأوراق المالية إلى المستثمرين (عادة البنوك، شركات التأمين، مؤسسات التأمين و المعاشات)، تقوم الشركة المصدرة ـ بدورها ـ بسداد هذه الأموال (حصيلة بيع الأوراق المالية المصدَرة) إلى الممول أو المنشئ؛ كما تلتزم تجاه حملة الأوراق المالية المصدَرة بالوفاء بالحقوق الناشئة عنها من متحصلات الحقوق المُحالة.

و يضمن الممول (المنشئ) الوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية المشار إليها، كما يجوز الإتفاق على ضمان الغير للوفاء بتلك الحقوق، و يتم تحويل حصيلة بيع الأوراق المالية المصدَرة إلى الممول فور تحصيلها بمعرفة شركة التوريق.

- **شركة خدمة الدين (*Servicer*):**

تتطلب عملية التوريق أن تتولى جهة معينة عملية خدمة الدين، حيث تقوم باستلام المتحصلات الناشئة عن الأوراق التجارية من المدينين في تواريخ استحقاقها، و تسليمها إلى شركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، و في كثير من الحالات، يكون الممول (المنشئ) هو نفسه الجهة المسؤولة عن خدمة الدين.

و تتحدد المخاطر الإئتمانية بالأوراق المالية المصدَرة، نتيجة عملية التوريق، بدورية المتحصلات النقدية التي تقوم بها جهة خدمة الدين.

و قد يكون لعمليات خدمة الدين دور هام في إدارة الأصول الضامنة لهذه الحقوق، والمحافظة عليها، و التأكد من صيانتها (وفقا لطبيعة هذه الأصول).

- **شركات التصنيف الإئتماني (*Rating Agencies*):**

تستطيع شركات التصنيف الإئتماني حماية المستثمرين من مشاكل عدم المعرفة بالمخاطر الإئتمانية المرتبطة بالإستثمار في الأوراق المالية المصدَرة من قبل شركة التوريق،

و ذلك عن طريق جمع المعلومات و إعداد الدراسات و التحليلات اللازمة، و تحديد التصنيف الإئتماني المناسب لهذا الإصدار.

و يعتمد المستثمرون على هذا التصنيف الإئتماني كأحد عناصر اتخاذ قرارات الإستثمار.

و يؤدي التصنيف الإئتماني الجيد إلى توسيع قاعدة المستثمرين، من خلال زيادة حجم الطلب على الأوراق المالية المصدَرة، و يساعد في تحديد الوفورات المالية للمُصدِر الذي يستطيع الحصول على الأموال بتكلفة أقل.

- **شركات ترويج و تغطية الإكتتاب (*Underwriters*):**

تقوم هذه الشركات بعمليات الطرح العام أو الخاص، من خلال إعداد نشرة الإكتتاب أو مذكرة المعلومات بعد القيام بالدراسة للمموِّل (*Due Diligence*)، بهدف توفير الإفصاح الكامل و الشفافية اللازمة لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات الإستثمار.

ثالثا: مزايا و فوائد عملية التو ريق

تحقق عملية التوريق مزايا و فوائد متعددة، حيث يمكن إدراج أهمها من خلال ما يلي:

- تحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول إلى أوراق مالية جديدة قابلة للتداول، مما يساهم في زيادة السيولة لدى الشركات أو المؤسسات؛
- مساعدة الشركات ذات العجز المالي على تحسين هيكلها التمويلي، عن طريق تحويل الإلتزامات قصيرة الأجل إلى التزامات متوسطة و طويلة الأجل؛
- خفض مخاطر أسعار الفائدة التي يتعرض لها الممول؛
- زيادة كفاءة التمويل الداخلي عن طريق استخدام حقوق المساهمين في تمويل الأصول الأخرى، بعد أن يتم التصرف في الأصول المدينة بتحويلها إلى شركة التوريق؛
- زيادة حجم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق الملية؛
- تُعتبَر وسيلة جيدة لخصخصة شركات قطاع الأعمال، حيث يتم إعداد تحسين هيكلها المالي قبل البيع من خلال الطرح العام.

رابعا: أنواع الأوراق المالية المستخدمة في التوريق

و يمكن التمييز بين الأنواع المختلفة من التوريق وفقا لنوع الأوراق المالية التي تصدرها شركات التوريق، و من أهم هذه الأنواع ما يلي:

- التوريق من خلال إصدار سندات مضمونة بعقار؛
- التوريق من خلال قيام شركة التوريق بإصدار أسهم ممتازة قابلة للإستدعاء؛
- التوريق من خلال إصدار أوراق مالية ناقلة للتدفقات النقدية لمحفظة القروض؛

حيث تقوم الشركات ذات الغرض الخاص القائمة بالتوريق بإصدار صك ملكية على المُشاع في المحفظة؛ و هي بذلك تشبه إلى حد كبير وثائق صناديق الإستثمار، و يطلق عليها "شهادات المشاركة (*Participation Certificates*)".

- التوريق من خلال إصدار سندات قصيرة الأجل.

و يمكن للمستثمر - الذي يقوم بشراء تلك الأوراق المالية الصادرة عن شركات التوريق - أن يختار نوع الأوراق المالية التي يرغب الإستثمار فيها، في ضوء ما يمكن أن تُدِرَّه هذه الأوراق المالية من عائد، و نوعية المخاطر المرتبطة بها، بالإضافة إلى أجل الإستثمار لهذه الأوراق المالية.

و مما تقدم، يتضح أن عملية التوريق تتضمن تحويل الديون إلى أوراق مالية، و التي يمكن أن تتخذ شكلا من الأشكال السابقة، إلا أن الواقع العملي يشير إلى أن الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص مقابل المديونيات تكون غالبا في شكل سندات، و هذا يؤدي في بعض الأحوال، إلى وصف عملية توريق الديون بأنها عملية **" تسنيد الديون "**، نسبة إلى أنها تنطوي على إصدار سندات، و ليس أوراق مالية أخرى.[1]

[1] أ.د. محمد الصالح الحناوي و د. جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص ص 315-320.

المطلب الرابع: أوراق مالية أخرى

أولا: الأوراق المالية القابلة للتحويل (*Convertible Securities*)

و تتمثل هذه الأوراق في السندات و الأسهم الممتازة التي تصدرها الشركة، و تعطي الحق لحاملها اختياريا لتحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية؛ و إضافة هذا الحق - عند إصدار هذه الأوراق - يشجع المستثمرين على الإكتتاب فيها، و خاصة المستثمر الذي يتجنب المخاطر، فهذه الأوراق تحقق له ميزتين أساسيتين:

- **الأولى:** الحصول على معدل عائد ثابت بمجرد شراءه لهذه الأوراق (معدل الفائدة على السندات أو قيمة الكوبون كعائد للسهم الممتاز)؛
- **و الثانية:** التمتع بالمشاركة في نمو و ازدهار الشركة في المستقبل، عن طريق حقه في تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية في أي وقت يختاره.[1]

و مقابل هذه الميزات فإن الشركة عادة ما تبيع هذه الأدوات بقيمة أعلى[2] من مثيلاتها التي لا تتمتع بهذا الحق.[3]

ثانيا: صكوك الشراء اللاحقة (*Warrants*)

و هي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المدخرين على الإستثمار في الأسهم العادية، و هي عبارة عن صك يقوم المستثمر بشرائه، و هذا الصك يكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق و بسعر محدد مسبقا، بصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية، و هذه الصكوك من شأنها أن توفر الأمان و الحماية للمستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

ثالثا: أدوات أخرى مستحدثة

[1] تلجأ المنشأة إلى إصدار هذه الأوراق تفاديا للشروط و الضمانات التي تطلبها البنوك في حالة توفير هذه الأموال عن طريق الإقتراض، وخاصة أن من حق هذه المنشأة استدعاء هذه الأوراق، بمعنى أن هذه الأوراق عادة ما تكون قابلة للإستدعاء، أي إجبار حاملها على عملية التحويل.

[2] و تتمثل هذه القيمة في الفرق بين قيمة الورقة المالية عند إصدارها و القيمة التحويلية، و يطلق عليها **علاوة التحويل**.

[3] د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية زكي قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين – شركات الإستثمار، مرجع سابق، ص ص 274-275.

لقد أضحت أدوات سوق الأوراق المالية كثيرة و متنوعة، و ربما يصعب حصرها، وذلك نظرا للتطور المستمر للحياة الإقتصادية عموما، و لقطاعات المال و الأعمال خصوصا، حيث أنه، و سعيا نحو المزيد من الأرباح و الفوائد، و بغرض حماية المستثمر ضد مخاطر التغير في السعر، تم - في السنوات الأخيرة - ابتكار عدد من الأدوات المالية الهجينة.

و قد انتشرت هذه الأدوات في بورصات الدول الرأسمالية الكبرى، على غرار الولايات المتحدة الأمريكية، باعتبارها تحتل المركز الأول من ناحية التقدم في أسواق المال، حيث يوجد أكبر عدد من الشركات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة؛ كما أخذت أشكالا متعددة، و من أبرز هذه الأدوات: عقود الإختيار، عقود المستقبل، العقود الآجلة، و عقود المبادلة؛ و يتم تناول هذه الأدوات عادة في كتب متخصصة في مجال الإستثمار في الأوراق المالية.[1]

و سنتطرق إلى هذه الأدوات بنوع من التوضيح في المبحث الموالي.

[1] د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية زكي قريقاص، نفس المرجع، ص 277، بتصرف.

<u>المبحث الثاني</u>: الأوراق المالية المهجنة: المشتقات المالية

كما سبقت الإشارة إليه، فإن أدوات السوق المالية أضحت كثيرة و متنوعة، و ربما يصعب حصرها، نظرا للتطور المستمر في هذا المجال من جهة، و موجة الإبتكار التي غزت التعاملات المالية في الدول اللبرالية المتطورة من جهة أخرى.

و من أهم هذه الأدوات نجد: عقود الإختيار، عقود المستقبل و العقود الآجلة، عقود المبادلة، بالإضافة إلى التعامل بالمؤشرات، و هي التي سنعرض لها في هذا المطلب، و هذا، بعد ضبط مفهوم المشتقات المالية في مطلب تمهيدي.

<u>مطلب تمهيدي</u>: ضبط مفهوم المشتقات المالية

المشتقات المالية أو المنتجات المالية المشتقة (أو المهجنة) هي عقود تُشتَق قيمها السوقية من القيمة السوقية لأوراق مالية أخرى *(Actifs sous-jacent)*، و لِمَا لهذه الأدوات المبتكرة من أهمية كبيرة في أسواق المال، ارتأينا أن نخصص لها مطلباً كاملاً، نستعرض فيه الأنواع الرئيسية لهذه المنتجات، و نذكر خصائصها، مع الإشارة إلى آلية عملها حسب النوع و بصفة مختصرة، غير أنه، و قبل الخوض فيها، ارتأينا أنه من الأجدر أن نحاول الإحاطة بمفهوم المشتقات المالية أولا.

فقد تم تعريف الورقة المالية المشتقة بأنها الورقة المالية التي **"تُشْتَق"** قيمتها السوقية من القيمة السوقية لورقة مالية أخرى محددة، مثل السهم العادي أو السند، و بالتالي فليس للمشتقات المالية حقوق مباشرة على أصول حقيقية.[1]

و المشتقات المالية حسب تعريف صندوق النقد الدولي هي: " عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، و لكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً (أي دفع نقود) لأصل المال في هذه الأصول، و هي كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو الفوائد، لذلك فإن انتقال ملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري".

---

[1] صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص 239.

و في تعريف آخر: " المشتقات عبارة عن عقود فرعية تُبنى أو تُشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع)، نشأت عن تلك العقود الفرعية أدوات مالية مشتقة، و ذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية".

و في تعريف ثالث: " أن المشتقات ليست أصولا مالية، و ليست أصولاً عينية، وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود، يترتب عليها حق لطرف و التزام على الطرف الآخر".

و نوضح ذلك بمثال مبسط لنوع من أنواع المشتقات كما يلي:

يوجد شخص يريد أن يشترى أسهماً أو سندات بسعر اليوم على أن يتسلمها في المستقبل، و دون أن يدفع الثمن حالا، و يخشى إن انخفضت أسعارها، بعد تسلمها، أن يخسر فيها عند بيعها، فيتفق مع البائع على أن يعطيه حق الخيار في الرجوع عن الصفقة، بمقابل لهذا الحق في الإختيار، و ليكن خمس (5) وحدات نقدية مقابل كل سهم أو سند، و دون إلزام لمشتري حق الخيار في شراء الأسهم، و يتم إصدار ورقة مالية بقيمة حق الإختيار هذا، تُتَداول في السوق بأسعار متغيرة، أي يبيع حق الشراء أو عدمه لشخص آخر، فإن انخفضت أسعار الأسهم أكثر من خمسة وحدات نقدية، يكتفي بخسارتها و يتم تصفية العملية، و إن ارتفعت أسعار الأسهم أكثر من خمسة وحدات نقدية، لا يشتري و لكن يأخذ الفرق من البائع، أي أن المعاملة تدور حول حق الخيار، فكأنها مراهنة على الأسعار في المستقبل.

و هذا يتم بالنسبة للأسهم و السندات و السلع و النقود و أسعار صرفها و أسعار الفوائد، بل وصل الأمر إلى إصدار أوراق مالية بمؤشرات البورصات، أي المراهنة على انخفاض أو ارتفاع المؤشر يوماً بعد يوم؛[1] و هو ما أدى بالكثير من المختصين إلى التحذير من العواقب الوخيمة لهذه الأدوات المالية الهجينة على عمل البورصات، حيث أصبح يُخشى وقوع اختلالات على قطاع المال و الأعمال في العالم، و ذلك نظرا للأزمات المالية التي قد تسببها هذه المعاملات.

[1] د. محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق.

غير أنه، و بعيدا عن الغوص في الإنعكاسات الناجمة عن المغالاة في اللجوء إلى مثل هذا النوع من الأدوات المالية الهجينة، حيث تتجاوز الأطر القانونية إلى جوانب اقتصادية وسياسية و حتى نفسية، نعرض فيما هو آت لأهم هذه الأدوات المستحدثة من المشتقات المالية.

المطلب الأول: عقود الإختيار

أولا: مفهوم عقود الإختيار

يُطلق عليها أيضا: " **الإختيارات** "، و " **الخيارات** ".

و يُطلق عليها باللغة الفرنسية مصطلح: "***Les options***"؛ و باللغة الإنجليزية: "***Options***" .

1) تعريف عقود الإختيار:

تعتبر الإختيارات من بين أدوات الإستثمار الحديثة في الأسواق المالية، و نقصد بها، عقود تعطي لصاحبها الحق (و ليس التزام) في شراء أو بيع أصل مالي محدد خلال فترة معينة، و نظرا إلى أن لمشتري هذا الإختيار الحق في تنفيذه أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق " محرر الإختيار " مكافأة غير قابلة للرد تدفع عند التعاقد، و لا تعتبر جزءا من قيمة العقد.[1]

و في تعريف آخر: " هي عبارة عن عقود يعطي بموجبها بائع الخيار (مُصدره) الحق لمشتري الخيار (المكتَتِب بالخيار) ببيع أو شراء عملة أو سلعة دولية أو ورقة مالية، بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي، مقابل تعهد مشتري الخيار بدفع مبلغٍ لاكتسابه حق الخيار.[2]

و تُستَمَد قيمة عقد الإختيار من قيمة الورقة الأصلية، و التي قد تكون: أسهم أو سندات، معدل فائدة، مؤشر للبورصة ... إلخ

---

[1] J. BOISSONNADE, Les options exotiques : Concept et Applications, Paris, Ed ESKA, 1997, P 13.

[2] د. محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق.

2) الظهور التاريخي لعقود الإختيار:

يبين الإستقراء التاريخي فيما يخص الخيارات، بأن الناس قد تعاملوا بعقود الخيارات منذ قرون عديدة، و ذلك من خلال مكاتب التجار و بيوت السماسرة، و من خلال أسواق غير منظمة.

و يذكر هوانج ورندال[1] أنه قبل إنشاء السوق المنظمة كانت السوق تشتمل على عدد محدود من التجار و السماسرة، يَتْبَعُون اتحاد تجار خيار البيع و الشراء (*Put and call dealers association*) ، و كان التجار أو السماسرة يعلنون عبر الصحف المتخصصة عن استعدادهم لإبرام الصفقات، و مساعدة الأطراف المختلفة على التفاوض و الوصول إلى اتفاقات بشأن تاريخ التنفيذ و سعر التنفيذ و مقدار العمولة، و قد استمر هذا الوضع على حاله إلى أن ظهرت أول سوق منظمة لعقود الخيارات عام 1973 في مدينة شيكاغو، أطلق عليها "سوق بورصة شيكاغو (CBOE) ***C**hicago **B**oard **O**ptions **E**xchange* "، حيث عملت هذه السوق على إدخال تعديلات جوهرية على أسس التعامل في السوق غير المنظمة، بحيث أصبح التعامل بالخيارات أكثر سهولة و سرعة، مما يعني تحسين سيولة الخيار.

و قد ازداد التعامل بعقود الخيارات في الولايات المتحدة حتى أصبحت تزيد على مليون عقد يومياً، و تتضمن مئات البلايين من الدولارات، و لم ينتشر التعامل بها خارج الولايات المتحدة إلا في عقد الثمانينات، حيث أصبحت متداولة في أكثر من أربعين سوقاً على مستوى العالم.[2]

و كانت بورصة شيكاغو قد بدأت بخيارات الأسهم لخمس و عشرين شركة فقط، ثم ما لبثت أن ازدادت إلى أكثر من خمسمائة شركة، لتشمل أسواق الأسهم، و الأوراق المالية، والعملات، و المعادن الثمينة، و بقية السلع الرئيسية.

و في الوقت الذي ينظر فيه كثير من الباحثين في قضايا المال و الإستثمار إلى الخيارات كأفضل ما استطاع الفكر الإستثماري إنجازه حتى الآن، يرى بعض المستثمرين أن الخيارات هي من أكثر الأدوات أو الأفكار الإستثمارية غموضاً، و بالتالي ينأون بأنفسهم عن

---

[1] أنظر: منير إبراهيم هنيدي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص 629.
[2] أنظر: محمد علي القري، نحو سوق إسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، مجلد 1، عدد 1، 1993، ص 21.

التعامل بها.[1]

ثانيا: أنواع عقود الإختيار

تتعدد عقود الإختيار أو الخيارات باعتبارات عديدة، و أنواع و أشكال مختلفة، فهناك خيارات التعهدات، و المؤشرات، و خيارات خاصة ببعض الشركات أو المؤسسات أو العملات؛[2] غير أنه، يكاد يتفق الباحثون في هذا المجال على أن هناك نوعين من الخيارات، يعتبران الأهم و الأكثر انتشاراً في التعامل في الأسواق المالية، و هما:

1) خيار الطلب أو الشراء (*Call option, Option d'achat*):

و هو اتفاق يعطي حامله الحق (و ليس الإجبار) في شراء سهم معين أو أية أوراق مالية أخرى، بسعر محدد خلال فترة محددة، غالباً ما تكون تسعين يوماً؛ و يسمى السعر المتفق عليه بين الطرفين بالسعر الضارب (*Strike price*).

و يُفهم من هذا التعريف، أن هذا الخيار يعطي المشتري الحق في تنفيذ الشراء أو إلغائه خلال فترة محددة، أما البائع، فلا يجوز له التراجع عن الصفقة ما دام قد قبض ثمن الخيار، وهو ما يُعرف بالعمولة (*Premium*)؛ فالمشتري حصل على الأمان ضد انخفاض قيمة الصفقة، والبائع حصل على العمولة الإضافية لقيمة الصفقة وقت العقد، إذا ما أتم المشتري الشراء.

2) خيار العرض أو الدفع (*Put option, Option de vente*):

و هو اتفاق يعطي مشتري هذا الخيار- و هو مالك الأوراق المالية - الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر معين خلال فترة محددة، و ليس عليه إجبار بالبيع فهو خيار، أما قابض ثمن الخيار، فهو مجبر على الشراء إذا ما قرر مشتري هذا الحق البيع بالسعر المتفق عليه خلال الفترة المحددة.

و يُفهم من التعريف السابق أن مشتري هذا الحق هو صاحب الأسهم أو الأوراق المالية

---

[1] د. كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص ص 5-6.

[2] أنظر: محمد علي القري، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة، 1990، ص ص 1605- 1615.

الأخرى، و أنه يرغب ببيعها، و لكنه يخشى هبوط أسعارها، فيقوم بشراء حق خيار البيع إذا ما كان السعر مربحاً له، و يكون خيارا أي ليس عليه إجبار؛ أما قابض ثمن الخيار، و هو الذي سيقوم بشراء الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى إذا ما قرر الطرف الأول ذلك، فهو مجبر على الشراء خلال الفترة المتفق عليها، لأنه قبض ثمن الخيار.

ثالثا: طرق تنفيذ الخيارات

يتم تنفيذ الخيارات بثلاثة طرق هي:

الخيار الأمريكي: هو الذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأسهم أو الأوراق المالية خلال فترة محددة، و بسعر محدد مسبقاً، و يمتاز هذا الأسلوب بالمرونة الكبيرة لصاحب الخيار، فهو ليس محصوراً بتاريخ محدد، و إنما خلال فترة محددة.

إذن، ففي هذا النوع يُسمَح لمشتري الحق ممارسته في أي وقت خلال الفترة الممتدة بين إبرام العقد و انتهائه.

الخيار الأوروبي: و فيه يكون حامل حق الخيار محصوراً في تاريخ محدد هو آخر مدة الخيار، و لا يستطيع تنفيذ الخيار إلا في هذا التاريخ.

إذن، فهي عقود اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) يكون فيها لمشتري الحق حرية تنفيذه أو ممارسته، فقط في الموعد المحدد لانتهاء و صلاحية العقد.

طريقة برمودا: و من خلال هذه الطريقة يتم وضع عدة محطات محددة يمكن فيها تنفيذ الخيار، و من الملاحظ أن هذه الطريقة تجمع بين الطريقتين السابقتين.[1]

كما يضيف باحثون – من خلال اعتماد معايير أخرى - وجود الأنواع التالية:

الإختيار المزدوج (*Straddle*) : و فيه يقوم المستثمر بشراء "حق اختيار شراء"، و "حق اختيار بيع" لنفس الورقة المالية، و يكون تاريخ التنفيذ واحداً، و كذلك تاريخ الإنتهاء.

[1] د. كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص ص 6-7، بتصرف.

الإختيار المغطى (*Option couverte*) : و هي عقود شراء أو بيع أو هما معا، يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها، و لذلك، يستطيع أن يفي بالتزامه بالبيع إذا اختار المشتري التنفيذ.

الإختيار غير المغطى (*Option non couverte*): و لا يكون محرر العقد هنا مالكا للأوراق المالية محل التعاقد، و لذلك سيضطر إلى شراء الأصل من السوق، ثم تسليمه إلى المشتري، إذا رغب هذا الأخير في التنفيذ.[1]

المطلب الثاني: العقود المستقبلية و العقود الآجلة

أولا : العقود المستقبلية

و يُطلق عليها أيضا: " **عقود المستقبل** "، و " **المستقبليات** ".

يُطلق عليها باللغة الفرنسية مصطلح: "***Les futures contrats***"؛ و باللغة الإنجليزية: "***Future contracts***".

العقود المستقبلية عبارة عن عقود يعطي بموجبها بائع الخيار (مُصدِرُه) الحق لمشتري الخيار (المكتَتِب بالخيار) ببيع أو شراء عملة، أو سلعة دولية، أو ورقة مالية، بسعر محدد سلفاً في تاريخٍ مستقبلي، مقابل تعهد مشتري الخيار بدفع مبلغٍ لقاء اكتسابه حق الخيار.[2]

كما تم تعريفها: " يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى تعاقد يتم بين طرفين، أحدهما بائع و الآخر مشترٍ، بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه، و دفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق؛ و يعد التغلب على عدم التأكيد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مثل تلك العقود".[3]

و تعرف أيضا بأنها عبارة عن اتفاقات بين مستثمرين و مؤسسات مقاصة (*clearing Cooperation*) لاستلام أو تسليم أصل معين، في وقت لاحق مستقبلا، و بسعر محدد سلفاً.

---

[1] أ.د محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات: مدخل الهندسة المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1998، ، ص ص 331-332.
[2] د. محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص 10.
[3] أ.د محمد الصالح الحناوي و د. جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 363.

و تكون العقود المستقبلية نمطية، موحدة من حيث تواريخ الإستحقاق، و يتم تداولها بوحدات نقدية موحدة أو بمضاعفاتها، فمثلا يتم تداول العقود المستقبلية في الولايات المتحدة بوحدات نقدية: 100.000 دولار أو مضاعفاتها.

و تكون العقود بين مؤسسة المقاصة و البائع، و بين مؤسسة المقاصة و المشتري، ويُحتَفَظ عادة بسجلات تبين أوضاع المتعاملين في نهاية كل يوم، لأن أسعار العقود المستقبلية تتغير بشكل دائم، فإذا كانت تحركات الأسعار قد أدت إلى زيادة حقوق الملكية في العقد، فإن هذه الزيادة تسجَّل لصالح المتعامل و يستلمها نقداً، و بذلك يتحقق الربح و الخسارة يومياً عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.

و تغطي الأرباح و الخسائر اليومية من الهوامش التي يكون المشتري قد دفعها منذ البداية، و هي نوعان: هامش ابتدائي لضمان تنفيذ الشروط، و هامش تغطية الخسائر، لتغطية أية خسائر مبدئية تنتج عن تحركات أسعار البورصة، فإذا وصل الإنخفاض في تحركات الأسعار إلى أقل من هامش تغطية الخسائر المدفوع، فإن مؤسسة التَّقَاصْ (المقاصة la *compensation*) تطلب من المشتري دفع هامش إضافي لكي يتم تعويض هذا الإنخفاض في الأسعار.

و تتكون بورصة المستقبليات من عدة أعضاء، و هؤلاء الأعضاء هم ممثلون عن شركات سمسرة رئيسية، بنوك و مؤسسات استثمارية، و بعض المتعاملين المستقلين، و لابد من ترخيص كل من تجار المستقبليات بالعمولة، و وسطاء أو سماسرة القاعة من قبل هيئة التعامل بمستقبليات البضائع.

و يوجد لكل بورصة مستقبليات مؤسسة تسوية أو تقاص (مقاصة)، تقوم بضمان كل عقد يتم تداوله داخل البورصة، بما يحافظ على المصداقية المالية للبورصة، و يقوم مشتري وبائع العقد المستقبلي بالإتفاق على سعر العقد المعني من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة، و يكون سعر المزاد أكثر شفافية، بحيث يستطيع كل المشترين رؤية كل البائعين على كل سعر؛ إن الهامش بين أفضل سعر للشراء و أفضل سعر للبيع عادة ما يكون ضيِّقاً لمعظم المستقبليات المالية، و يُستثنى من ذلك مستقبليات العملة.

و يستطيع أي شخص التعامل بالمستقبليات، و ذلك من خلال أحد السماسرة (تجار المستقبليات بالعمولة)، و الذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبليات، و مع ذلك، فإن معظم التعامل بالمستقبليات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة.[1]

و نشير ها هنا، إلى دور غرفة المقاصة (*Chambre de compensation*) أو بيت التسوية (*Clearing house*)، و التي تمثل أحد ركائز قيام العقد المستقبلي، فتقف هذه الغرفة كوسيط مالي بين طرفي العقد، فتلعب دور البائع في مواجهة مشتري العقد، و تلعب دور المشتري في مواجهة بائع العقد (كما بيناه سابقا)، فهي تساهم بذلك في جعل أسواق العقود المستقبلية غير شخصية؛[2] و بناء على ذلك، و إذا ما حدث و إن لم يستطع أحد طرفي العقد الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر، فإن بيت التسوية يقوم بتنفيذ تلك الإلتزامات.

و قبل أن يقوم المستثمر بإجراء أي تعامل على العقود المستقبلية، فإنه مطالب بدفع ما يسمى بـالهامش المبدئي " *La marge initiale* " (و الذي لا يوجد في العقود الآجلة)، ويهدف هذا الهامش إلى ضمان تنفيذ العقد عند تاريخ الإنتهاء، كما أن هذا الهامش مُطالب بدفعه كذلك بائع العقد؛ و عادة ما تتراوح نسبة هذا الهامش بين 1 و 10 ٪ من قيمة العقد، و يتم تعديل قيمته يوميا بناء على تحركات أسعار الأصل محل التعاقد؛ و على هذا، يترتب على إجراء التسويات اليومية انخفاض الهامش المبدئي، نتيجة انخفاض أسعار الأصول المحسوب على أساسها، لذا تقوم غرفة المقاصة بتحديد مستوى أدنى للهامش المبدئي، يسمى هذا الهامش الجديد بـهامش الوقاية (*La marge de maintien*) ، و يمثل عادة حوالي 70 ٪ إلى 80 ٪ من قيمة الهامش المبدئي.[3]

ثانيا: العقود الآجلة

يطلق عليها باللغة الفرنسية اصطلاحًا: "***Les contrats forwards***"؛ و باللغة الإنجليزية: "***Forward contracts***".

[1] د. كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص ص 8-9.
[2] B. JAQUELLOT & B. SOLNIC, Marchés financiers: gestion de portefeuille et de risque, 3 ème Ed, Dunod, 1997, P 272.
[3] B. JAQUELLOT & B. SOLNIK, Ibid, P 273.
و لمزيد من التفاصيل أنظر: أ.د محمد الصالح الحناوي و د. جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص ص 375–377.

تشكل العقود الآجلة التزاما بشراء أو بيع أصل معين في تاريخ مستقبلي محدد، و بسعر متفق عليه، و في ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء أصل معين، كما يلتزم البائع ببيعه بذلك السعر، مع وجود مرونة في التفاوض في تكوين شروط العقد.[1]

كما عُرِّف العقد الآجل بأنه عبارة عن اتفاقية بين شخصين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً، و بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ، و يتم في العقود - عادة - تحديد مواصفات الأصل، كدرجة الجودة أو التصنيف، و الكمية، و طريقة التسليم، و مكان التسليم، و السعر، وطريقة السداد، حيث يتم التفاوض على جميع هذه الأمور بين البائع و المشتري.

و قد تُستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع أو لأذونات الخزانة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة، و عندها تسمى **العقود الآجلة لأسعار الفائدة** "*Forward Rate Agreement* (FRA)" ، فبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلاً، أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار فائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً، و أن يُلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، و بذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة.

كما تُستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، و ذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية؛ فإذا قام (أ) ببيع بضاعة على الحساب إلى (ب) في دولة أخرى، على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلا بالعملة الأجنبية، و توقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلاً، فإن بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الإتفاق عليه آنيا، على أن يتم التسليم بعد ستة شهور، و بذلك، فإن أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملته المحلية.

و في العادة، تنشر الصحف و المجلات العالمية معلومات تفصيلية عن أسعار العقود الآجلة و المستقبلية للعملات بتواريخ متعددة، قد تمتد من شهر إلى إثنى عشرة شهرا.[2]

و على هذا الأساس، و من الوهلة الأولى، يظهر هناك تشابه كبير بين هذه العقود والمستقبليات، لكن في الحقيقة هناك بعض الإختلافات، يمكن إجمالها من خلال الجدول الموالي.

[1] Ibid, P 267.

[2] د. كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص ص 7-8.

ثالثا: الإختلافات بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية

يمكن إجمال أهم الإختلافات بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (01): الإختلافات بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية، و يتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد.	نمطية، و تُتداول في سوق منظمة و هي **البورصة** (بورصة المستقبليات).
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد، و يتم دفع المبلغ الإجمالي في نهاية مدة العقد.	تتم مراقبة الأسعار بصفة يومية، مما يعني تعديل سعر العقد بصفة مستمرة بحسب تغيرات سعر الأصل محل العقد.
تسليم الأصل	يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة.	لا يتم إنهاء العقد بتسليم الأصل، و في حقيقة الأمر فإن نسبة لا تتجاوز 2 ٪ من العقود المتداوَلة يتم إنهاؤها بالتسليم.
تسوية المكاسب والخسائر لأطراف العقد	لا توجد متطلبات للهامش المبدئي، نظرا لعدم مراقبة التحركات السوقية بصورة دورية.	مع كل تغير في السعر يحقق أحد طرفي العقد مكسبا يضاف للهامش و يجوز سحبه، و يحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.
ضمانات تنفيذ الإلتزامات الواردة في العقد	- نوايا أطراف العقد و الملاءة التي يتمتعون بها؛ - عادة ما تُبرَم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها؛	- غرفة المقاصة أو التسوية تكون هي الطرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشترٍ في أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له، و كل بائع تكون له هي المشتري منه.

	- لا يمكن تصفية العقد قبل استحقاقه إلا لدى طرفيه وبموافقتهما.	
المزايا	- مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من طرفي العقد؛ - سهولة الإستخدام.	- تنطوي على مخاطر ائتمان قليلة مقارنة مع العقود الآجلة؛ - تكون أكثر سهولة من العقود الآجلة، فأي طرف إذا رغب في تصفية موقفه يستطيع أن يدخل في مركز معاكس لمركزه الأول.
العيوب	- يتعرض أطراف العقد الآجل إلى مخاطر ائتمان، والتي تنتج عن عدم قدرة أحد أطراف العقد على الوفاء بالتزاماته. - أقل سيولة، حيث لا يتمكن أي طرف من الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر يحل محله، و يقبله الطرف الآخر.	- لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد، كونها عقود نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة.

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم – إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص ص: 112- 114.

المطلب الثالث: عقود المبادلة (*Swaps*)

أولا: مفهوم عقود المبادلة

هي عقود يلتزم فيها طرفي الصفقة بتبادل سلسلة تدفقات نقدية في تواريخ مستقبلية محددة، فهي بذلك تختلف عن عقود الإختيار كونها ملزمة، و عن العقود المستقبلية من حيث أن الأرباح و الخسائر لا يتم تسويتها يوميا.[1]

كما عرفت بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ (*Forward contracts*)، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية...)، و عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد، على عكس ما هو معروف في عقود الإختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا، كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك، أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة، كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ، و لذلك، يُعَرَّف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.[2]

و يمكن إرجاع نشأة عقود المبادلة إلى سنة 1970، عندما استعملت من طرف تجار العملة، كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية، و لقد وقَّعت شركة "I.B.M" أول عقد مبادلة لأسعار الفائدة مع بنك "*World Bank*" سنة 1981، و منذ ذلك الحين نمت هذه السوق بسرعة.[3]

ثانيا: أنواع عقود المبادلة

يمكن إجمال أهم أنواع عقود المبادلة في الشكل التالي:

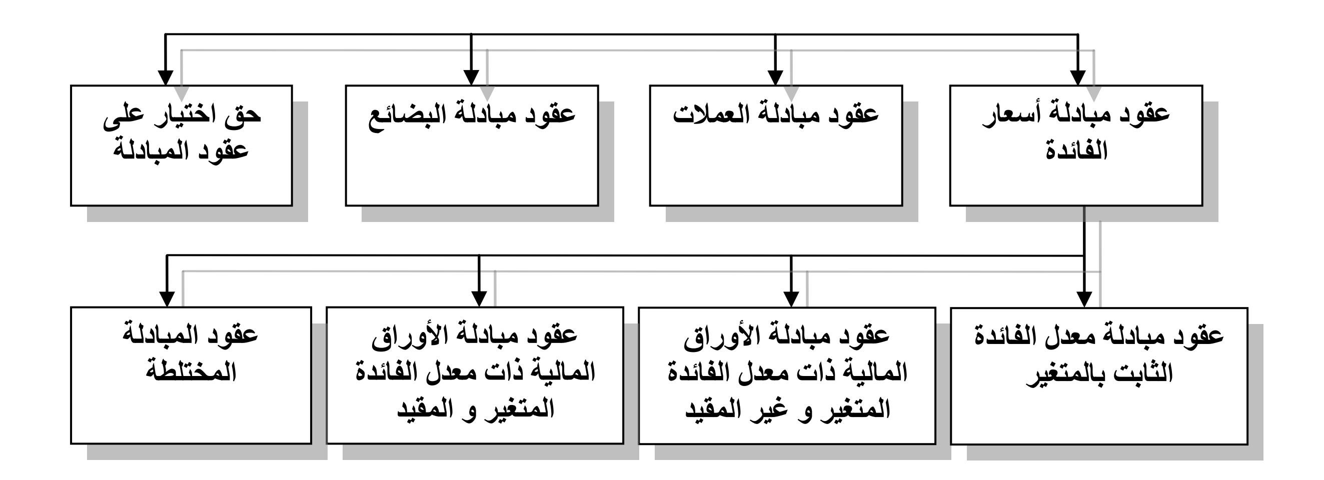
شكل رقم (01):أنواع عقود المبادلة

---

[1] B. JAQUELLOT & B, SOLNIF, Op cit, P 274.

[2] أ.د محمد الصالح الحناوي و د. جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 331.

[3] طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية: المفاهيم – إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 213.



1) عقود مبادلة أسعار الفائدة (*Le Swap de taux d'intérêt*):

و هي عملية تتم بين طرفين لمبادلة فائدة محسوبة، بتطبيق معدلات ثابتة أو متغيرة بفائدة أخرى محددة مسبقا،[1] و يتفرع هذا النوع إلى:

أ- عقود مبادلة معدل فائدة ثابت بمتغير:

حيث يقوم أحد الأطراف بالإلتزام بدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة، و في نفس الوقت، يستلم سلسلة تدفقات ذات معدلات فائدة عائمة أو متغيرة.

ب- عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير و غير المقيد:

و تعرف اصطلاحا بـ "***Caps***"، و هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير، و في نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.

ج- عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير و المقيد (*Floors*):

و تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير، و لكنها في نفس الوقت محددة بسقف أو بحد معين.

د- عقود المبادلة المختلطة (*Collars*):

و تنطوي هذه القيود على المزج بين النوعين السابقين، و ذلك بشراء عقد مبادلة *Caps*، و في نفس الوقت بيع عقد مبادلة *Floors*.

2) عقد مبادلة العملات (*Le Swap de devises*):

[1] R.FERRANDIER & V.KOEN, Marchés des capitaux et Techniques financières, 4ème Ed, Paris, Economica, 1997, P 418.

و يهدف هذا العقد إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتمَلة في أسعار الصرف، حيث يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر، و في نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجل، و ذلك ببيع العملة التي سبق شراؤها، أو شراء العملة التي سبق بيعها.

3) حق الإختيار على عقود المبادلة (*Swaption*):

و هي عقود هجينة بين الإختيارات و المبادلات، فيمكن أن تكون حقوق اختيار بيع المبادلة، أو حقوق شراء المبادلة.

4) عقود مبادلة البضائع (*Les Swaps des marchandises*):

و هي ترتيبات منظمة لمبادلة الأسعار الثابتة و المتغيرة لسلع محددة.

<u>المطلب الرابع</u>: <u>التعامل بمؤشرات البورصة</u>

توظَّف مؤشرات الأسواق المالية " *Stock market index* " للإجابة على تساؤلات المستثمرين، و رجال الأعمال، و المحللين، و المهتمين بأسواق المال، حيث تُستخدَم كمعيار وأدوات لقياس أداء المحافظ الإستثمارية بصورة عامة، و خاصة، مقارنة أداء الأسهم مع بعضها البعض، كما أنها تساعد في تقييم فرص الإستثمار المتوفرة بين الأسواق.

هذا، إلى جانب استعمالها لحساب عنصر المخاطرة عن طريق مقارنة متوسط العائد الذي يحققه السهم مع متوسط العائد الذي يحققه مؤشر السوق، و كذلك، استخدامها لمقارنة أداء أسواق المال لدولة معينة بمثيلاتها في الدول الأخرى.[1]

[1] د. محمد الشريف بشير، <u>صنع المؤشر .. و قواعد قراءته</u>، مجلة دراسات اقتصادية، دورية فصلية تصدر عن " مركز البحوث و الدراسات الإنسانية- البصيرة"، الجزائر، العدد الرابع، سبتمبر 2004، ص 154.

أولا : تعريف مؤشرات البورصة

عُرِّف مؤشر البورصة (*Market index*) بأنه وحدة قياس أسعار الأسهم في السوق بشكل عام، على أساس يومي، بحيث يكون موجبا حين يكون عدد الأسهم التي ارتفعت أسعارها أكثر من عدد الأسهم التي انخفضت أسعارها خلال اليوم ذاته؛ و العكس صحيح.

كما تم تعريفها بأنها أرقام قياسية تحسب بطريقة إحصائية للدلالة على مستوى التعامل في السوق، فهي مثل درجة الحرارة، و يتم التعامل عليها بيعا و شراء في بعض البورصات.[1]

كما عرفت بأنها رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة، يُقصَد منه معرفة حجم التغير في سوق معينة، و تُجرَى عليه مبايعات في بعض الأسواق المالية العالمية.[2]

و يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تُتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال، والذي يستهدف المؤشر قياسه.[3]

و بالنظر إلى التقدم المذهل في تكنولوجيا المعلومات و الحواسيب الإلكترونية، و الزيادة الهائلة في قدرتها التخزينية، فقد أصبح بالإمكان التعرف على تقلبات الأسعار لحظة بلحظة، لذلك نجد من المؤشرات ما يرصد الأسعار لحظة بلحظة، و منها ما يرصد الأسعار في بورصات التعامل الآني، و أخرى ترصد تحركات الأسعار في بورصات التعامل الآجل.

---

[1] أ. عبد الحافظ الصاوى، تعريف بالجوانب الفنية و الشرعية للبورصة ، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لشبكة "إسلام أون لاين للبحوث والدراسات"، ركن "تنمية و اقتصاد"، تاريخ النشر: 2009/03/05، وفق الرابط: http://mdarik.islamonline.net/servlet/Satellite?c=ArticleA_C&cid=1233567678262&pagename=Zone-Arabic-MDarik/MDALayout ، تاريخ التصفح: 2009/11/05، على الساعة: 14:58.

[2] د. محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق.

[3] المعهد العربي للتخطيط بالكويت، دراسة منشورة وفق الرابط: mwww.arab_api.org/course9/c9_4_43.ht ، د.ك، تاريخ التصفح: 2008/05/23، على الساعة 10:22.

و يأتي في مقدمة المؤشرات مؤشر " داوجونز " بالرغم من أنه ليس أفضلها من الناحية الفنية للشركات الصناعية، حيث يُحظى بشعبية خاصة، و كذلك مؤشر " شتاندر آند بور".[1]

و هنالك نوعين من المؤشرات:

- المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل: مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA)، و مؤشر 500 لستاندرد أند بور (S&P500).
- مؤشرات قطاعية، أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة، و منها على سبيل المثال: مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندرد أند بور لصناعة الخدمات العامة.[2]

و من أمثلة هذه المؤشرات و أشهرها، نجد:

- **مؤشر داوجونز (*DOW JONES index*):**

يُعبِّر أداء داوجونز عن أسعار أسهم شركات الصناعات التقليدية، في قطاعات التمويل والخدمات و التكنولوجيا و الصحة و الطاقة الإستهلاكية، و يسمى بمؤشر الإقتصاد القديم.[3]

و هو من أهم المؤشرات على المستوى العالمي، و هو مؤشر بورصة أُنشئ عام 1897، من قبل إحدى الجرائد المشهورة في عالم المال و الأعمال، و هي "جريدة وول ستريت (*Wall Street Journal*)" ؛ يُحسب هذا المؤشر يوميا من قبل شركة داو جونز وشركائه، و يمثل هذا المؤشر معدل أسعار ثلاثين قيمة (شركة) صناعية منتقاة، بشكل يسمح بعكس الإتجاه العام للأسعار ببورصة نيويورك؛ هذا، بالإضافة إلى مؤشر "ناسداك - NASDAQ" الذي تغلب عليه القيم التكنولوجية.[4]

---

[1] جيريمي سيجل، خلاصات كتب المدير و رجل الأعمال: الإستثمار في الأسهم على المدى الطويل، السنة الثالثة، العدد 11، يونيو (جوان) 1995، الشركة العربية للإعلام العلمي " شعاع "، القاهرة، ص 6.

[2] المعهد العربي للتخطيط بالكويت، دراسة منشورة وفق الرابط: mwww.arab_api.org/course9/c9_4_43.ht ، مرجع سابق.

[3] مصطلحات اقتصادية، ملف على شكل Pdf، منشور بمحرك البحث "*Google*"، تاريخ إجراء البحث: 2009/11/05، على الساعة: 16:10.

[4] قواعد البورصة العالمية... معلومات قد تفيدك، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لمنتدى "الجمعية العلمية الجامعية آفاق المستقبل"، مرجع سابق.

و يقابل مؤشر داو جونز مؤشر فوتسي *Footsie* في لندن، و نيكاي *Nikkei* في طوكيو، و داكس *Dax* في فرانكفورت، و كاك CAC 40 في باريس.[1]

- **مؤشر ناسداك (*NASDAQ index*):**

و يعبر هذا المؤشر عن أداء أسعار أسهم الشركات ذات العلاقة بالتكنولوجيا الحديثة في قطاعات الإتصالات و الكمبيوتر و الأنترنت و الشبكات، و يطلق عليه مؤشر الإقتصاد الحديث.[2]

ثانيا: التعامل بالمؤشر

لم يعد يقتصر دور المؤشرات على كونها مقاييس لتغير الأسعار، بل باتت هي ذاتها محل تعامل مستقبَل على الأوراق المالية، هو التعامل على المؤشر،[3] لذلك أضحت تجري عليها مبايعات في بعض الأسواق العالمية.

بل يذهب المتخصصون في المضاربة إلى أن إنتاج المؤشرات أصبح صناعة مع تطور المنتجات المشتقة على مؤشرات الأسهم، حيث يتحصل من خلالها المضارب على نصيب من الأرباح، والمنتجات التي تَنْصَبُّ عليها المؤشرات هنا هي عقود المستقبل، و الخيارات على الأسهم، و صناديق التبادل التجاري، و ما يسمى بـ " *les trackers* " (Exchange *Traded Funds* ETF).[4]

فالمؤشرات، ها هنا، لم تعد تلك الأرقام القياسية التي تبين حالات التعامل في البورصات، بل أصبحت أداة من أدوات سوق الأوراق المالية، يتم التعامل فيها بيعا و شراء من طرف المضاربين طلبا للمزيد من الربح، و ذلك، رغم ما أحدثه هذا الأمر من ردود فعل وانعكاسات سلبية، على اعتبار أن الأمر أصبح أقرب إلى القمار و المراهنات أكثر من أي شيء آخر.

---

[1] نفس المرجع.
[2] مصطلحات اقتصادية، مرجع سابق.
[3] جيريمي سيجل، مرجع سابق، ص 6.
[4] Jacques HAMON, Bourse et gestion de portefeuille, ed. ECONOMICA, Paris, 2004, P 10.

و في ذلك، جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي رقم 6/62/11، و الذي نص على أنه: "لا يجوز بيع و شراء المؤشر، لأنه مقامرة بحتة، و هو شراء خيالي لا يمكن وجوده".

إن تناولنا لهذه الأنواع الثلاثة من المشتقات (الخيارات، المستقبليات و عقود المبادلة) بالإضافة إلى التعامل بالمؤشرات، كان مرده إلى أنها تعتبر الأكثر رواجا و استعمالا، و هذا لا يعني بأي حال من الأحوال انحصار المشتقات في هذه الأنواع فقط، و إنما هناك دائما ديناميكية في هذه الأوراق المستحدثة، سواء بتطوير هذه الفئات أو بخلق أدوات أخرى جديدة.

الفصل الثالث: مكانة سوق الأوراق المالية في المنطقة العربية و الجزائر

إن الأهمية المتزايدة لسوق الأوراق المالية تظهر على المستوى المحلي كما تظهر على المستوى العربي، فمحلياً تُنْبئُ سمات المرحلة القادمة عن صبغة تحررية للنشاط الإقتصادي والتوجه الواضح و المطرد نحو الخصخصة و تكريس آليات اقتصاد السوق أكثر فأكثر، أما عربياً فيمكننا تصور أن الإتجاهات المتطورة بالنسبة للمرحلة القادمة ستضع المنطقة العربية في مواجهة تحدٍ فريد لم تعهده من قبل، فمن جهة نجد أن هناك دولاً عربية (و من بينها الجزائر) منتجة للنفط و الغاز و تتجمع لديها - أثرا لذلك - موارد مالية ضخمة و مستمرة حتى بعد تغطية حاجاتها التمويلية المحلية، و من جانب آخر، فإن هناك دولاً أخرى تعاني من عجز في تمويل حاجاتها الإستثمارية، لذلك أضحى التحدي الكبير الذي ستواجهه المنطقة العربية خلال العقد القادم يكمن في تطويع إستراتيجية استثمارية طويلة المدى تحقق توافقاً بين دول الفائض و دول العجز، و لعل من أهم أدوات هذه الإستراتيجية الأسواق المالية بما فيها سوق الأوراق المالية.

لذلك، و حتى يكون لبحثنا هذا جانب عملي، و نظرا إلى أن موضوع هذا البحث يَنْصَبُّ على موضوع عملي في الأصل، كان لزاما علينا إلقاء نظرة على واقع البورصات إقليميا ومحليا، لذلك ارتأينا إلقاء الضوء على واقع البورصات في بيئتنا العربية كمرحلة أولى، لننتقل فيما بعد إلى إلقاء الضوء على واقعها محليا، و هو ما سنتناوله من خلال المبحثين الموالين.

المبحث الأول: مكانة سوق الأوراق المالية في المنطقة العربية

بدأ العالم يشهد تدويلاً متزايداً للتجارة والمال والإنتاج، كما بدأت مفاعيل تشغيل الإقتصاد العالمي طبقاً للآليات الجديدة تتضح بأجَلِّ صورها بنشاط الشركات المتعددة الجنسية في حركة التمويل، و بإسناد مباشر وغير مباشر من دعائم النظام الإقتصادي العالمي، والمتمثلة في صندوق النقد الدولي و البنك الدولي و منظمة التجارة العالمية، و تزامنها مع موجة المَد العولمي.

و هنا، تأتي أسواق المال لتمثل الرابطة القومية لهذا النظام باتجاه عولمة تلك الأسواق، متمثلة باندماجها دولياً و بكافة أشكالها، كونها صارت ترجمة عملية للسياسات النقدية و المالية المعتمدة، باعتبار أن عولمة الأسواق أصبح مظهراً مميِّزاً للنظام العالمي الجديد، بآليات عمله التي لا يمكن لأي دولة مهما كان حجم موردها أن تظل بعيدة عن تأثيراته، و هذا ما يجعل أسواق الأوراق المالية العربية أمام تحديات كبيرة ليس من السهولة اجتيازها، ما لم تعمل على تحقيق درجة من التكامل فيما بينها لتفادي اثر هذه المتغيرات عليها.

و لقد شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها في الدول العربية، و في إمكانية الربط فيما بينها، و قد جاء هذا الإهتمام انطلاقا من إيمان راسخ لدى رجال المال و السياسة، بأن مثل هذه الأسواق سوف تساعد على زيادة النمو الإقتصادي، و تقليل الإعتماد على التمويل من الخارج، باعتبارها أحد أهم القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية.

و تُشكّل أسواق الأوراق المالية العربية آلية هامة من آليات تجميع الموارد و توظيفها في المشروعات الإستثمارية، و تشجيع حركة انتقال هذه الموارد من البلدان التي لديها فائض مالي إلى البلدان التي تعاني من عجز في مواردها المالية، لذلك، فإن تنمية الأسواق المالية العربية وإيجاد وسائل الربط فيما بينها، يحتل أهمية كبيرة في تسيير حركة انتقال رؤوس الأموال العربية و استثمارها داخل الوطن العربي، حيث أن تطوير و انفتاح هذه الأسواق سيشكل ركنا أساسيا في تمويل التنمية العربية المشتركة، و تعزيز التكامل الإقتصادي العربي.

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية العربية و تطورها

أولا : النشأة و التطور

تُشير البيانات إلى أنه حتى النصف الثاني من عقد الثمانينات من القرن العشرين، لم تكن هناك في المنطقة العربية سوى ست بورصات، في كل من مصر و المغرب و تونس و الكويت و الأردن و لبنان، و كانت بورصة بيروت في تلك الفترة معطلة بسبب الحرب الأهلية اللبنانية، و قبل أن ينقضي عقد الثمانينات، أُنشِأت بورصة البحرين (1989)، و سوق مسقط للأوراق المالية، و إنشاء سوق بغداد المالي، و شهدت المملكة العربية السعودية قيام سوق نشط للأسهم.

إلا أن عقد التسعينات - و هو العقد الأخير من القرن العشرين - قد شهد تطورات هامة باتجاه إنشاء بورصات جديدة، حيث تم إنشاء بورصة الجزائر في 23 ماي 1993، و بنهاية عام 1999، أنشأت كل من بورصة السودان و قطر و فلسطين، و دولة الإمارات العربية المتحدة عام 2000.

و من ناحية أخرى، يلاحَظ أن البورصات العربية القائمة قبل التسعينات، قد شهدت إصلاحات جوهرية، كما حدث للبورصة المصرية و المغربية و التونسية، و أعيدت الحياة لبورصة بيروت مجددا عام 1995.[1]

هذا، و تنقسم الأسواق المالية العربية، من حيث درجة تطورها، إلى أربع مجموعات:

المجموعة الأولى:

و تشمل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، حيث تضم كل من السعودية والبحرين و عُمان و الكويت و الإمارات و قطر، حيث تتميز أسواق الأوراق المالية لهذه الدول بالفوائض المالية و الحرية الإقتصادية، كما تُعتَبر هذه الأسواق من أكثر الأسواق المالية العربية تنظيما.

المجموعة الثانية:

و تضم الأسواق المالية لخمس دول هي: الأردن و لبنان و مصر و المغرب و تونس، حيث تعتبر أسواقا منظمة، لكنها تعاني من عجز مالي، بالرغم من انتهاجها للحرية الإقتصادية.

المجموعة الثالثة:

و تشمل الأسواق المالية لكل من العراق و سوريا و الجزائر و ليبيا، حيث أن هذه الدول كانت تعتمد على القطاع العام لتحقيق التنمية الإقتصادية، غير أن التحولات الإقتصادية على المستويين المحلي و الدولي أدت بهذه الدول إلى القيام بإصلاحات اقتصادية، أعطت للقطاع

---

[1] عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، الطبعة الأولى، القاهرة 2003، ص ص 227-228.

الخاص دورا أساسيا في تحقيق التنمية الإقتصادية، و التي نتج عنها قيام أسواق مالية في هذه الدول.

المجموعة الرابعة:

و تضم كلا من: جيبوتي و الصومال و السودان و موريتانيا و اليمن، حيث أن حجم النشاط الإقتصادي لهذه الدول لا يبرر إنشاء أسواق مالية متطورة، بالرغم من وجود سوق للأوراق المالية في بعضها.

و بشكل عام، يمكن القول بأن هناك بعض الدول العربية لديها أسواق أولية منظمة بشكل كامل، من بينها الأردن و البحرين و تونس و السعودية و عُمان و الكويت و لبنان و مصر والمغرب، كما أن هناك بعض الدول العربية الأخرى، فيها سوق أولية بشكل جزئي، و هي: الإمارات و قطر؛ أما من ناحية الأسواق الثانوية، فهناك بعض الدول العربية لديها أسواق ثانوية منظمة بشكل كامل، و هي: الأردن و البحرين و تونس و عُمان و الكويت و لبنان و مصر والمغرب و العراق و الجزائر؛ بينما هناك تنظيم جزئي للأسواق الثانوية لدى بعض الدول العربية، كما أن هناك محاولات جارية لإنشاء أسواق مالية متكاملة في كل من سوريا و ليبيا، تتزامن مع الإصلاحات الإقتصادية و المالية التي تطبقها هذه الدول.

ثانيا: الإطار التشريعي لأسواق الأوراق المالية العربية

ترتبط سوق الأوراق المالية (البورصة) ارتباطا وثيقا بمناخ الإستثمار و تدفقات رأس المال، و بذلك فإن الإطار التشريعي الذي يحكم سوق الأوراق المالية، لا يقتصر على القوانين والتنظيمات التي تحكم عمل سوق الأوراق المالية، و إنما يمتد ليشمل كافة القوانين و التشريعات التي تحكم سوق رأس المال.

كما يلاحظ أن هناك تبايناً واضحاً فيما بين الدول العربية من حيث درجة تطور وتكامل أسواقها المالية، و قد انعكس ذلك على تباين الأطر التشريعية التي تحكمها، و الذي نلحظه في العناصر التالية:

1) تباين درجة تطور التشريعات التي تحكم الأسواق المالية:

حيث يلاحظ أن هناك تباينا كبيرا في مستوى تطور التشريعات التي تحكمها، فهناك دول عربية ليس بها أسواق مالية منظمة، و بالتالي فإن التشريعات التي تحكم التعامل في الأوراق المالية لديها تكون مبعثرة، كقوانين الشركات و تشجيع الإستثمارات...، و في المقابل، فإن الدول العربية التي لديها أسواق مالية منظمة، تحكمها تشريعات تتناسب مع التطورات الإقتصادية.

2) شمولية قوانين الأسواق المالية:

وفي هذا المجال يمكن التمييز بين مجموعتين من أسواق المال العربية:

أ) مجموعة التشريعات الشاملة:

و تضم بعض أسواق المال العربية التي تشمل تشريعاتها و لوائحها الداخلية أحكام تتعلق بسوق الأوراق المالية، و كذلك أحكام تفصيلية تتعلق بشركات المساهمة العامة، وشركات التوصية بالأسهم، و كذلك زيادة رؤوس أموال الشركات، و التمويل، و الإكتتاب العام، والسندات.

ب) مجموعة التشريعات المحدَّدة:

و تشمل معظم أسواق المال العربية المنظمة، حيث يوجد بها قانون خاص يتعلق بسوق الأوراق المالية، في حين، تعالج الأنظمة (التنظيمات) و القوانين الأخرى (كقانون الشركات) الأحكام التي تتعلق بشركات المساهمة العامة؛ ففي الأردن مثلا، يوجد قانون خاص يتعلق بسوق عمان المالي، و قانون خاص يتعلق بكافة الجوانب التفصيلية المتعلقة بشركات المساهمة العامة من حيث تأسيسها و إدارتها و رأسمالها و تصفيتها.[1]

[1] وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية: الواقع و الآفاق، أطروحة دكتوراه دولة (غير منشورة)، جامعة الجزائر، 2003، ص ص 203-204.

ثالثا: الإصلاحات التي شهدتها الأسواق المالية العربية و نتائجها

في محاولة جادة نحو إجراء إصلاحات بالبورصات العربية، و بخاصة في بورصتي بيروت و مصر، و بورصتي تونس و الدار البيضاء، فقد شهدت البورصات العديد من الإصلاحات، و التي تبلورت في تحديث النظم و القواعد و التشريعات و المؤسسات، بهدف تشجيع قيام بيئة اقتصادية و اجتماعية و نفسية ملائمة لنجاح السوق، و حماية حقوق المستثمرين، و تعزيز الثقة في السوق، و أيضا، جعل التعامل بأدوات السوق أكثر جاذبية من جانب المستثمرين لإصدارات جديدة، كما واكب التطوير و الإصلاح الأخذ بأحدث التقنيات المستخدمة في البورصات العالمية، وتكريس نظام للتداول، و التأكيد على الإفصاح عن البيانات و المعلومات المالية للشركات المسجلة في السوق، كعنصر أساسي لترشيد القرار الإستثماري للمتعاملين بالأوراق المالية، و قد أسفرت نتائج إصلاح البورصات العربية عمَّا يلي:

- تحديد واضح لدور البورصة من حيث كونها آلية لتعبئة المدخرات الوطنية، و توظيفها في مجالات الإستثمار المختلفة.
- تنظيم مهمة الوساطة المالية، حيث نصّت التشريعات الجديدة على ضرورة أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركات مساهمة أو شركات توصية بالأسهم، و وضعت مجموعة من الأحكام و الضوابط التي تنظم عمل هذه الشركات.
- إنشاء مؤسسات الخدمات المكمِّلة في السوق، و هي على وجه التحديد شركات المقاصة والحفظ المركزي.
- الفصل بين الجهة الرقابية ذات الكيان المستقل عن عمليات القيد و التداول في البورصة، لأن إعطاء الدور التنفيذي للقطاع الخاص، و إعطاء الدور الرقابي و التشريعي لسلطة إدارية مستقلة، يعمل على فصل الدورين، و بالتالي تفعيل الرقابة، مما يؤدي إلى زيادة ثقة المتعاملين في سوق الأوراق المالية.
- تطوير نظام التداول في السوق، حيث تم تحويل نظام التداول اليدوي إلى تداول آلي باستخدام الحواسيب الآلية، و قد تم توسيع نطاق نظام التداول الإلكتروني المستخدَم بشكل تدريجي، ليشمل جميع الشركات المدرجة في البورصة، و تسود البورصات العربية حاليا، أنظمة تداول آلي متطور، و أجهزة ذات كفاءة عالية للتسوية، و خاصة أسواق الإمارات العربية المتحدة و الكويت و السعودية و مصر و تونس و عمان.

☜ الإفصاح المالي، للقضاء على محاولات الغش و التلاعب، و توفير قدر كاف للمتعاملين من المعلومات و البيانات بصورة عامة، و المستثمر الفرد بصفة خاصة، حيث أن مقاييس جودة السوق تتطلب توفير الشفافية، و نماذج التقارير المالية التي تُلزم الشركات بتقديمها دوريا، و الإفصاح المالي، و توافر نظم المحاسبة المالية الدولية المتقدمة، و محاربة الإتحاد المبني على معلومات داخلية، و هذا من شأنه تعزيز الثقة في السوق.[1]

المطلب الثاني: أداء الأسواق المالية العربية و رسملتها

أولا : أداء الأسواق المالية العربية

لقد بذلت الدول العربية جهودا كبيرة لتطوير و تحديث أسواق الأوراق المالية فيها، وتحسين أدائها، بغية زيادة كفاءة هذه الأسواق في حشد الموارد، و تعزيز قدرتها التنافسية في جذب الإستثمارات الأجنبية، و في توفير التمويل طويل الأجل للقطاع الخاص، لتمكينه من القيام بدوره المنشود في عملية التنمية.

و تتوزع الدول العربية بين دول تتوفر فيها أسواق أولية منظمة بشكل كامل، و دول فيها أسواق ثانوية منظمة بشكل كامل، فيما يوجد تنظيم جزئي للأسواق الثانوية في بعض منها، وثمة محاولات لتنظيم السوق الثانوية في دول أخرى، و هناك دول عربية لا تتوفر فيها أسواق مالية أصلا.

و قد واصلت الأسواق المالية في الدول العربية نشاطها و تطورها عبر مراحل مختلفة، و تعرضت بعضها لإشكالات سياسية و مالية و اقتصادية، مما يوَلّد الإنطباع لدى المحللين بأنها لم تُؤَدِّ دوراً يتناسب و ما وصلت إليه من تطور، و بغض النظر عن التطرف و المغالاة في تقييم أدائها الإقتصادي، فإن العودة إلى البيانات تقدم لنا تصوراً محدَّداً عمّا آلت إليه مسيرتها، والآفاق التي يمكن انتظارها.[2]

[1] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص ص 228-229.

[2] كريم سالم حسين و إبراهيم رسول هاني، المتغيرات الإقتصادية العالمية و انعكاساتها على أسواق المال العربية، دراسة مقدمة خلال المؤتمر العلمي الأول لكلية الإقتصاد و العلوم الإدارية، للفترة من 22 إلى 24 تموز 2003، جامعة العلوم التطبيقية - عمان، الأردن، ص 14.

و قد كشفت البيانات المنشورة أن أسواق الأوراق المالية العربية حققت نشاطاً جيداً، انعكس على حجم الأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في هذه الأسواق، إذ بلغ عدد الشركات المدرجة في نهاية الربع الثاني من عام 2008: 1539 شركة، بعدما بلغت 1550 شركة في نهاية عام 2007، كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (02): عدد الشركات المدرجة في البورصات العربية

- من سنة 1994 إلـى الربع الثاني من سنة 2008 -

السنة	عدد الشركات المدرجة
1994	1089
1998	1446
2000	1678
2002	1776
2007	1550
الربع الأول 2008	1547
الربع الثاني 2008	1539

المصدر: - التقرير الإقتصادي العربي الموحد، 2003.

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 54، الربع الثاني 2008، ص 81.

نلاحظ من الجدول أن عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية ارتفع من 1089 شركة عام 1994 إلى 1550 شركة عام 2007، ثم انخفض إلى 1539 شركة بنهاية الربع الثاني من عام 2008؛ و تُعتبَر البورصة المصرية أكبر الأسواق المالية العربية من حيث عدد الشركات المدرجة، إذ تمثل ما نسبته 24.5 %، تليها بورصة عمّان بنسبة 16.5 %، ثم سوق الكويت للأوراق المالية بنسبة 13 %، أما باقي الأسواق المالية فتستحوذ على نسب أقل.[1]

ثانيا: رسملة البورصات العربية

ارتفعت رسملة البورصات العربية (القيمة الرأسمالية للشركات المدرَجة أسهمها بالبورصات) من 423.739 مليون دولار عام 2003، إلى 1.389.506 مليون دولار نهاية الربع الثاني من عام 2008، و قد شكل سوق الأسهم السعودي ما نسبته 34 % من القيمة

[1] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 54، الربع الثاني 2008، ص 09.

السوقية لأسواق المال العربية، تأتي بعدها البورصة المصرية للأوراق المالية بنسبة 11 %، كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): القيمة الرأسمالية للبورصات العربية: 1994 – الربع الثاني 2008

(القيمة: مليون دولار)

السنوات / البورصات	2003	2005	2007	الربع الثاني 2008
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	55519	71689	121128	133923
بورصة عمّان	57031	41233	37631	10967
سوق البحرين للأوراق المالية	9702	17276	27016	30471
سوق الأسهم السعودي	157164	647503	518984	473247
سوق الكويت للأوراق المالية	61312	139486	135362	119562
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	11556	90591	75495	55770
بورصة الجزائر	-	-	97	102
بورصة الأوراق المالية بتونس	6614	5339	2836	2195
سوق دبي المالي	35109	86872	138179	137166
سوق الخرطوم للأوراق المالية	-	-	4931	3772
سوق فلسطين للأوراق المالية	3752	2404	2474	3118
سوق مسقط للأوراق المالية	6615	10928	23086	29140
سوق الدوحة للأوراق المالية	40436	60913	95505	135722
بورصة بيروت	10503	4917	10894	16231
بورصة القاهرة والإسكندرية	27909	79703	138828	152817
المجـموع	**423739**	**1167728**	**1389506**	**1338550**

المصدر: - صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، العدد 54، الربع الثاني 2008، ص81؛

- التقرير السنوي للأسواق المالية العربية، 2008.

من خلال الجدول، نلاحظ أن هناك أسواقا شهدت زيادات كبيرة في قيمتها السوقية، فقد زادت القيمة السوقية لكل من بورصة بيروت وعمّان و سوق الدوحة للأوراق المالية بنسبة 49 % و 38.3 % و 42.1 % على الترتيب، في الربع الثاني من عام 2008، مقارنة بالربع الأخير من عام 2007، بينما شهدت باقي الأسواق المالية العربية زيادات بنسب أقل، أما الأسواق المالية التي عرفت انخفاضا خلال نفس الفترة فهي سوق الخرطوم، و الكويت للأوراق المالية، و سوق الأسهم السعودي بنسبة 23.5 % و 11.6 % و 8.8 % على التوالي.

و يرجع ارتفاع نشاط الرسملة البورصية بالدرجة الأولى، إلى القوانين و التدابير التي تم اتخاذها في الدول العربية، و التي استُهدِف من ورائها تشجيع المستثمرين المحليين والأجانب، و ذلك من خلال رفع الحد الأقصى لنسبة مشاركة المستثمر الأجنبي في الأسواق وفق الأسس و الضوابط التي تم تحديدها، و إصدار قوانين معدِّلة لقوانين الشركات، تقضي باعتماد مرونة أكبر في تحديد الحد الأدنى لرأسمال الشركات لدى تأسيسها، و تطوير المؤشرات لكي تعكس أداء الأسواق المالية بشكل أكثر دقة، كما قامت بعض الأسواق بتعديل قوانين سوق المال و تعزيز الرقابة، و عمدت أسواق أخرى إلى تطوير خدماتها الإلكترونية للمستثمرين، و كافة المتعاملين فيها، بغية توفير معلومات و بيانات فورية عن التداول، و إلى تحسين أنظمة التسويات و الإيداع المركزي، و هو ما أظهره ارتفاع معدل النمو السنوي لقيمة الأسهم السوقية للأسواق العربية.[1]

و في نفس الصدد، يشير تقرير مناخ الإستثمار لعام 2007، الصادر عن المؤسسة العربية لضمان مخاطر الإستثمار، إلى أن القيمة السوقية لأسواق المال العربية بلغت في نهاية عام 2007 حوالي 1.3 تريليون دولار، و هو ما يزيد عما كانت عليه الأوضاع في نهاية عام 2006 بنحو 51 %، و في العديد من البلدان العربية يتجاوز حجم الأسواق المالية حجم الناتج المحلي الإجمالي، كما هو الحال في معظم بلدان الخليج (عمان 208 %، البحرين 143 %، الكويت 109 %، قطر 115 %)، و يصل لنحو 87 % في مصر من حجم ناتجها المحلي الإجمالي، و ذلك حسب بيانات عام 2007، و قد بلغت الأسهم المتداولة في عام 2007 نحو 323 مليار سهم، بالمقارنة بنحو 168 مليار سهم في عام 2006، أي أن نسبة الزيادة بلغت 92 %.[2]

و فيما يتعلق بأحجام التداول في الأسواق المالية العربية خلال الربع الثاني من عام 2008، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة نحو 307.3 مليار دولار، أي بنسبة ارتفاع بلغت نحو 9.8 %، مقارنة مع قيمة تداولات الربع المماثل من العام السابق، و انخفاض بنحو 12.1 % مقارنة مع تداولات الربع السابق، و شكلت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي، وسوق الكويت، و سوق الدوحة، و بورصتي القاهرة والإسكندرية، و سوقي الإمارات ما نسبته

[1] صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، مرجع سابق، ص 08.
[2] تقرير مناخ الإستثمار في الدول العربية لعام 2007، المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، الكويت، ص ص 35–38.

93.7 % من إجمالي قيمة التداول في الأسواق المالية العربية، حيث بلغت حصة سوق الأسهم السعودي وحدها 50.5 %.[1]

و لكن، تجدر الإشارة إلى أن أسواق الأوراق المالية في البلدان العربية قد شهدت نشاطا ملحوظا خلال عامي 2006 و2007 بسبب الوفرة النفطية، وهو ما لُمِس من خلال التزايد الكبير على الإكتتابات التي أُعلن عنها خلال الفترة الماضية، حيث تم تغطيتها بمعدلات عالية جدا، و قد أرجع العديد من الخبراء هذه الزيادة إلى الوفرة النفطية، كما شوهد ارتفاع غير مبرر في أسعار الأوراق المالية، بسبب قلة المعروض من الأسهم و السندات والصكوك، و وجود وفرة مالية لدى الأفراد و المؤسسات، و لكن عام 2008 كان قد شهد انهيار البورصات العربية و العالمية، و تكبُّد المستثمرين في البورصات خسائر فادحة.[2]

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد ارتفع خلال الربع الثاني من عام 2008 بنسبة 5.8 % عن مستواه خلال الربع الثاني من العام الذي سبق، و تجدر الإشارة إلى أن نحو 93.6 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، تم تداولها في خمسة أسواق فقط هي سوق الأسهم السعودي، و سوق دبي المالي، و سوق أبو ظبي للأوراق المالية، و سوق الكويت للأوراق المالية، و بورصتي القاهرة و الإسكندرية، كما هو مبين في الجدول التالي:

---

[1] دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لشبكة الإعلام العربية "محيط"، وفق الرابط: http://www.moheet.com/show_news.aspx ، تاريخ التصفح: 2008/09/02،على الساعة: 10:20.

[2] أ. عبد الحافظ الصاوى، تعريف بالجوانب الفنية و الشرعية للبورصة ، مرجع سابق.

الجدول رقم (04): مؤشرات قيمة الأسهم و تداولها في الأسواق المالية العربية

الفـتـرة		قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار)	عدد الأسهم المتداولة (مليون دولار)	معدل حجم التداول اليومي (مليون دولار)
1994		105131	31500	-
2000		365393	90730	-
2007	الربع الأول	286184	48872	4716
	الربع الثاني	279918	85673	4318
2008	الربع الأول	307290	94928	5495
	الربع الثاني	349421	90651	4754

المصدر: - التقرير الإقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2001، ص 166؛

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، مرجع سابق، ص 83، 84.

المطلب الثالث: مشاكل الأسواق المالية العربية

أولا : خصائص و سمات الأسواق المالية العربية

تتميز الأسواق المالية العربية بمجموعة من الخصائص الأساسية، و ذلك بالرغم من وجود بعض الإختلافات في طبيعة تركيب و درجة تطور هذه الأسواق.

و على العموم، يمكن وصف أهم الخصائص الملاحَظة في أسواق المال العربية بما يلي:

1) ضيق حجم الأسواق المالية العربية و ضيق نطاقها:

تتصف الأسواق المالية العربية بصغر حجمها و ضيق نطاقها، و ينطبق هذا الوصف على الأسواق الأولية و الثانوية، و يُستدَل على ضيق نطاق السوق المالية العربية من خلال النقاط التالية:

- انخفاض الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في الأسواق المالية العربية إلى الناتج الوطني الإجمالي، فقد أكدت الدراسات التي أجريت على خمس دول عربية ذات أسواق رأسمال منظمة، وهي: الأردن، المغرب، مصر، الكويت، و تونس، و هي الأسواق الأكثر تنظيما وتطورا في الدول العربية، أن متوسط الإصدارات الأولية إلى الناتج الوطني الإجمالي قد

بلغت 4.1 %، و تُعتبَر هذه النسبة متدنية إذا ما قورنت بالدول المتقدمة، أو حتى ببعض الدول النامية الأخرى، إذ نجد بأن النسبة المشار إليها تبلغ ما بين 8 إلى 11 % في بعض دول منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية (OECD) كاليابان، إيطاليا، و كندا، كما تبلغ هذه النسبة في بعض الدول النامية ما بين 6 إلى 8 % كالبرازيل، كولومبيا، الصين، فنزويلا، ونيجيريا.

- انخفاض الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في التكوين الرأسمالي الإجمالي، إذ تشير الدراسة المشار إليها، و التي أجريت على الدول العربية ذات الأسواق المالية المنظمة، بأن الإصدارات الأولية بلغت نحو 15.8 % من التكوين الرأسمالي الإجمالي، و في المقابل، نجد بأن هذه النسبة وصلت في بلجيكا إلى 38 %، و في هولندا 35 %، و في البرازيل 46 %، و في كولومبيا 48 %.
- يلاحَظ من خلال دراسة الأسواق الثانوية العربية، بأن هذه الأسواق متباينة فيما بينها من حيث درجة النشاط، و الأدوات المستخدمة، و الأهمية النسبية لكل أداة، و يُستدَل على ضيق نطاق الأسواق الثانوية في الدول العربية من خلال بعض المؤشرات، أهمها: معدل دوران الأسهم، و الذي يقيس كمية الأسهم المتداولة إلى كمية الأسهم القابلة للتداول (المدرَجة)، ويقل هذا المعدل عن ما نسبته 10 % في عدد كبير من الدول العربية، و ذلك، باستثناء الأردن، حيث وصلت هذه النسبة لدى سوق عَمَّان المالي نحو 57 %.

2) التركيز المؤسسي لحيازة الأوراق المالية:

المقصود بعملية التركيز المؤسسي، هو أن جزءا هاما من إصدارات الأوراق المالية تمتلكها مؤسسات تقليدية كالبنوك و شركات التأمين و الصناديق الإجتماعية.

و تُفسِّر ظاهرة التركيز المؤسسي في أسواق رأس المال العربية ضيق قاعدة الأفراد الذين يمتلكون الأوراق المالية، و الجدول التالي يبين نسبة تركز أنشط عشر شركات عربية.[1]

[1] وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع و الآفاق)، رسالة دكتوراه دولة (غير منشورة)، جامعة الجزائر، 2003، ص ص 217-218.

الجدول رقم (05): نسبة تركز أنشط عشر شركات عربية

الـدولة	نسبة التركـيز
الأردن	% 72.00
مصر	% 28.70
المغرب	% 70.40
السعودية	%77.30
عمان	% 45.00
الكويت	% 54.50

المصدر: بالإعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

3) القصور التشريعي و المؤسسي:

فمن حيث القصور التشريعي، لا زالت عمليات إصدار و تداول الأوراق المالية تحتاج قوانينها إلى المزيد من الإصلاح و التحديث، أما القصور المؤسسي فلا زال يتمثل في قلة المؤسسات المتخصصة، و صانعي السوق، و دُور الوساطة المالية التي تعمل على تحقيق ميكانيكية السوق و هيكلها التنظيمي، و قد انعكس هذا القصور على كفاءة الأسواق المالية وأدائها، حيث لا زالت تقتصر على الأسهم و السندات التقليدية، و لا زال هناك افتقار في استخدام الأساليب الحديثة في عمليات التداول الإلكتروني، أو إجراءات التسوية و المقاصة، رغم الإصلاحات الكبيرة التي تمت في هذا المجال.[1]

4) الخصائص الأخرى:

إضافة لما سبق، تتصف الأسواق المالية العربية بضعف و غياب دُور الوساطة المالية المتخصصة في أعمال الأسواق المالية الأولية و الثانوية، و كذلك، وجود عدد محدود من الشركات صانعة الأسواق، و تغطية الإصدارات، كما أن أدوات الإستثمارات المالية لا زالت محدودة جدا من حيث عددها و أنواعها، و انحصارها داخل الأسواق المحلية، إضافة لذلك، فإن الأوراق المالية المحلية هي أدوات مالية تقليدية منقولة من الخارج، و لا يوجد أدوات مالية عربية متطورة تتناسب و احتياجات المجتمعات العربية.

[1] عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص ص 233-234.

ثانيا: معوقات التطوير و الربط بين الأسواق المالية العربية

هناك عقبات متباينة تتعلق باقتصاديات أسواق الأوراق المالية العربية، و تباين هياكلها و السياسات الإقتصادية المتَّبَعة، و كذلك، عقبات تتعلق بأسواق الأوراق المالية في هذه الدول، و عقبات تتعلق بالبورصات العربية نفسها.

1) العقبات المتعلقة باقتصاديات الدول العربية:

من المعروف بأنه لا يمكن تطوير الأسواق المالية العربية بمعزل عن التطورات والأوضاع الإقتصادية لهذه الدول، و في ضوء ذلك، فإن ضعف الترابط بين هذه الأسواق يعكس بالضرورة الخلل الهيكلي في اقتصاديات الدول العربية، و تشير الدراسات المتعلقة بالإقتصاديات العربية إلى أن هناك تباينا واضحا في اقتصادياتها، و كذلك، في السياسات المالية و النقدية التي تنتهجها، بالإضافة إلى غياب التنسيق فيما بينها، و على العموم، يمكن التمييز بين مجموعتين من الدول العربية - و ذلك من خلال التطور الإقتصادي - كما يلي:

الأولى: تضم الدول العربية التي يتميز تركيبها الإقتصادي بفائض مالي، يقابله شح في عناصر الإنتاج الأخرى، و خاصة العناصر البشرية المدرَّبة.

أما المجموعة الثانية: فتضم دولا عربية يتميز تركيبها الإقتصادي بقلة رأس المال، ووفرة عناصر الإنتاج الأخرى، و خاصة الأيدي العاملة.

و في ضوء هذه الحقائق، فإن السياسات الإقتصادية المتَّبَعة في كِلا المجموعتين مختلفة، لذلك، فإن التحدي القائم يقوم على أساس إيجاد انسجام بين مصالح دول الفائض، و ذلك من خلال توفير فرص استثمارية مناسبة، و كذلك، مصالح الدول العربية الأخرى ذات الإمكانيات التنموية و البشرية.

إضافة إلى ما تقدم، فإن المبادلات التجارية فيما بين الدول العربية لا زالت متدنية، حيث أن التجارة العربية البينية لا زالت لم تتجاوز 10 %، الأمر الذي يتطلب بذل المزيد من الجهود لتعزيز و تنشيط التجارة العربية البينية.

إن التباين المشار إليه سابقا في معدلات الإدخار، و ما ينجم عن ذلك من اختلافات في الهياكل الإقتصادية العربية، و مستويات الرفاه الإقتصادي، يؤثر في السياسات الإقتصادية التي تنتهجها الدول العربية (بما في ذلك السياسات النقدية المالية)، و هو ما ينعكس سلبا على إمكانيات تكامل أسواق رأس المال و البورصات العربية.

2) العقبات المتعلقة ببورصات الأوراق المالية العربية:

و تتمثل هذه العقبات فيما يلي:

أ- المعوقات التنظيمية و القانونية:

يمكن تلخيص أهم العقبات التنظيمية و القانونية التي تقف أمام الربط بين البورصات العربية فيما يلي:

- تباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها، إذ يلاحظ بأن بعض أسواق الأوراق المالية العربية لا زالت في بدايتها، كما هو الحال في أسواق البحرين و عمان، في حين أن هناك مجموعة من الأسواق المالية العربية قد أُسِّسَت منذ بداية القرن الماضي كمصر.
- عدم وجود أسواق أوراق مالية منظمة لدى عدد من الدول العربية، فعلى الرغم من توفير الأدوات المالية، إلا أن هذه الأدوات لا زالت تفتقر إلى وجود سوق منظم للأوراق المالية، كما هو عليه الحال لدى بعض دول مجلس التعاون الخليجي، و الدول العربية التي كانت تعطي دورا كبيرا للقطاع العام.
- عدم تنوع الأدوات المالية الموجودة لدى أسواق الأوراق المالية العربية، حيث تكاد تكون الأسهم و السندات الأدوات الوحيدة التي تتوفر لدى أسواق الأوراق المالية.
- وجود عقبات تشريعية تحول دون إمكانيات الربط بين البورصات العربية، حيث لا تسمح التشريعات التي تحكم عمل البورصات العربية بإمكانية الربط بين هذه البورصات، كالإدراج المشترك للأسهم بين هذه البورصات على سبيل المثال.

ب- محدودية العرض و الطلب على الأدوات الإستثمارية:

تعاني الأسواق المالية العربية العديد من المعوقات في جانبي العرض و الطلب على الأدوات الإستثمارية، ففي جانب العرض، يلاحَظ بأن الأسواق المالية العربية تعاني من عدم تنوع عرض الأدوات الإستثمارية، و يرجِع ذلك إلى أن الأسواق المالية العربية تتصف بسيطرة **النمط العائلي** لشركات المساهمة، الأمر الذي يعني استحواذ مؤسسات معينة على الجزء الأكبر من الإصدارات، و بالتالي، ينعكس ذلك على ضيق قاعدة المساهمين، كما أن تمَلُّك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات لا يسمح بطرح الأسهم للإكتتاب العام، مما يؤثر على عرض الأوراق المالية.

كما يؤثر أيضا: انخفاض عرض الأوراق المالية، عدم استخدام الطرق الحديثة في الإكتتاب و الإعتماد على الإتصالات المباشرة للبنوك، و ذلك لعدم وجود شركات التغطية للقيام بهذه المهمة.

أما من ناحية الطلب، فإن قصور الطلب على الأدوات الإستثمارية يرجع بالدرجة الأولى إلى انخفاض الدخل، و بالتالي انخفاض الإدخار الفردي، بالإضافة إلى منافسة الحكومة و مؤسساتها، و سيطرتها على ملكية الشركات في عروض الأسواق المالية العربية؛ إضافة إلى ذلك، فإن الإنخفاض في الطلب على الأوراق المالية يرجع إلى انخفاض العائد المالي على هذا النوع من الإستثمار، بالمقارنة بوسائل الإستثمار الأخرى، و خاصة العقارات، و عوامل تفضيل السيولة في الإستثمارات قصيرة الأجل، فضلا عن قيام مؤسسات التمويل المشتركة في تحويل المشروعات الإستثمارية برؤوس أموال أجنبية و عربية، دون اللجوء إلى أسواق رأس المال، كما أن المضاربات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية خلال بعض الفترات، كتجربة سوق الأوراق المالية بالكويت، أدت إلى زعزعة ثقة المستثمرين بأسواق الأوراق المالية.[1]

[1] وليد أحمد صافي، مرجع سابق، ص 222.

ج- معوقات آلية عمل البورصات العربية:

تتمثل هذه المعوقات في ضعف أو قلة المؤسسات المالية التي تشكل الإطار المؤسسي الذي تعمل من خلاله الأسواق المالية العربية، و من أهمها:[1]

- قلة المؤسسات التي تقوم بوظيفة الوساطة المالية، و التي تضطلع بمهام ترويج و تسويق الإصدارات الجديدة؛
- انعدام توافر الشركات صانعة الأسواق التي تضطلع بمهمة تحقيق توازن منتظم و مستمر بين عرض الأوراق المالية و الطلب عليها؛
- عدم كفاءة و قدرة السماسرة على إعطاء المشورة للمستثمرين الراغبين في شراء الأوراق المالية، و عدم إلمامهم بمهنة السمسرة و فن التعامل بالأوراق المالية؛
- عدم توفر الوعي الإستثماري بين المتعاملين، مما يترتب عليه سيطرة القطاع المؤسسي على التعامل في الأسواق المالية، و محدودية المشاركة الفردية في هذا النشاط الإستثماري؛
- قلة أعداد شركات المساهمة التي تقوم عليها السوق المالية، مما يؤدي إلى محدودية العرض، و عدم تنوع الأدوات الإستثمارية في معظم هذه الأسواق بالمقارنة مع أسواق الدول المتطورة، كذلك، حيازة الحكومات العربية لنسب كبيرة من أسهم الشركات المساهمة، وحرمان السوق المالية منها؛
- قصور مهنة تدقيق الحسابات، و ضعف الإفصاح المالي على المعلومات المالية للشركات؛
- ضعف شبكة الإتصالات بين الدول العربية، و ذلك بسبب تفاوت مستوى تطور الأسواق المالية العربية من الناحية الفنية.[2]

---

[1] وليد أحمد صافي، نفس المرجع، ص ص 223-224.

[2] مشاكل الأسواق المالية العربية و محاولة تحقيق تكامل بينها، دراسة منشورة بالموقع الإلكتروني لـ: "منتديات الجلفة"، ركن: "منتديات الجامعة و البحث العلمي/ منتدى العلوم الإقتصادية و علوم التسيير"، وفق الرابط: http://djelfa.info/vb/forumdisplay.php?f=154K ، د.ك، تاريخ التصفح: 2010/02/03، على الساعة: 18:40.

المبحث الثاني: مكانة سوق الأوراق المالية في الجزائر

رغم أن للإقتصاد الجزائري إمكانيات قد لا تتوفر في اقتصاديات أغلب البلدان السائرة في طريق النمو، إلا أن الملاحِظ لوضعية قطاع المال و الأعمال في الجزائر يقف على حالة الجمود الذي يميز السوق المالية في هذا البلد، و ذلك، رغم بعض المحاولات التي تهدف إلى تغيير هذا الوضع، كون أن الجزائر أصبحت تتوفر على عدد من المؤسسات التابعة للقطاع الخاص، رغم صغر تجربتها، بالإضافة إلى لجوء الدولة إلى خصخصة بعض المؤسسات العمومية، مما يفتح الباب إلى ضرورة استغلال آلية البورصة، و هو ما أضحت تهدف إليه السلطات العمومية، من خلال محاولة تفعيل دور البورصة و تهيئة البيئة اللازمة لعملها، و هو ما سنحاول الإطلاع عليه من خلال هذا المبحث.

حيث سنحاول التطرق لظروف نشأة بورصة الجزائر، و الشركات المدرجة فيها، ومحاولة تشريح وضعيتها من خلال أدائها منذ الإنشاء، و كذا الآفاق المستقبلية لها؛ و بالتالي، سنتطرق لمكانة البورصة في الجزائر وفق محورين أساسيين:

- ☜ بورصة الجزائر و الشركات المدرجة فيها؛
- ☜ أداء بورصة الجزائر و آفاقها المستقبلية.

المطلب الأول: بورصة الجزائر و الشركات المدرجة فيها

أولا: إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر

برزت فكرة السوق المالية في الجزائر، إثر الإصلاحات الإقتصادية التي أُعلِن عنها عام 1987، و دخلت حيز التنفيذ عام 1988، حيث في نفس السنة، صدرت عدة قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية و إنشاء صناديق المساهمة؛ و بعدها، صدر القانون المتعلق بالنقد و القرض سنة 1990، ليُرَسِّخ أهمية إنشاء السوق المالية.

فقد تم تأسيس بورصة الجزائر في 09 ديسمبر 1990، برأسمال إجمالي قدره 320.000 دج، تحت اسم " شركة القيم المنقولة "، و هذا، استنادا للمادة الأولى من القانون رقم

88-03 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988، و سميت " شركة القيم المنقولة - (*Société des Valeurs Mobilières* SVM) " تحاشيا لكلمة بورصة التي تحمل دلالة و إيديولوجية رأس المال من جهة، و نظرا لانعدام النصوص القانونية التي تنظم عمليات البورصة من جهة أخرى، ذلك أن التشريع التجاري ساري المفعول آنذاك لم يتطرق إلى هذه النشاطات.

مراحل إنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة:

أنشأت بورصة الجزائر (بتسمية "بورصة") بموجب المرسوم التأسيسي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (المرسوم التشريعي 93-10، المؤرخ في 23 ماي 1993، المعدل والمتمم بالقانون 03-04، الصادر بتاريخ 17 فيفري 2003)، حيث عرفتها المادة الأولى منه كما يلي: " تعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم و سير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة، و الأشخاص الآخرين من القانون العام، و الشركات ذات الأسهم".

و يمكن تمييز ثلاث مراحل أساسية في رحلة إنشاء بورصة الجزائر، حيث نذكرها من خلال ما يلي:

المرحلة الأولى: 1990-1992

تميزت هذه المرحلة بإمضاء العقد التأسيسي لشركة القيم المنقولة (S.V.M)، من طرف صناديق المساهمة الثمانية التي تم إنشاؤها سنة 1988، و تم التحضير لأن تكون البورصة جاهزة للتشغيل من الناحية المادية أواخر سنة 1992، و تم إصدار ثلاث مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991، و هي كما يلي:

- المرسوم التنفيذي 91-169، و الذي تضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة؛
- المرسوم التنفيذي 91-170، و الذي حدد أنواع و أشكال القيم المنقولة، و كذا شروط و صيغ إصدارها من طرف شركات الأموال؛
- المرسوم التنفيذي 91-171، و الذي يتعلق بلجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.[1]

المرحلة الثانية: 1992-1993

[1] حسب التسمية المعتمدة آنذاك، و التي تم تغييرها فيما بعد إلى: "الجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها"، بدل: "الجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة"، و ذلك لوجود خطأ نحوي في التسمية الأولى يتعارض مع القاعدة النحوية " لا يتعدد المُضاف و المضاف إليه واحد ".

واجهت شركة القيم المنقولة (S.V.M) صعوبات تتعلق بمهمتها و وظيفتها، و جابهتها عوائق تنظيمية و مشاكل أخرى تتعلق أساسا بضآلة رأس المال، و عدم توفر الشروط اللازمة لأداء مهامها، و بهدف التحضير لإنطلاقها الفعلي، تم رفع رأسمالها من 320.000 دج إلى 9.320.000 دج في شهر فيفري 1992، و تم إصدار النصوص التالية:

- المرسوم التشريعي 93-08، في 25 أفريل 1993، المكمل للقانون التجاري، حيث حُددت فيه مختلف أنواع القيم المنقولة التي يمكن إصدارها؛
- المرسوم التشريعي رقم 93-10 في 03 ماي 1993، و المتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث أقر هذا المرسوم بإنشاء البورصة، و حدد المحاور الكبرى لتسيير القيم المنقولة في الجزائر.

المرحلة الثالثة: 1993-1995

حيث تم إصدار المرسومين التنفيذيين 94-175 و 94-176 في 13 جوان 1994، يُتَمِمان المرسوم التشريعي 93-10 (يتضمنان كيفية تطبيق أربع مواد منه، و هي المواد: 21، 22، 29 و 61)، حيث تناول الأول (المرسوم التنفيذي 94-175) تحديد الوضع القانوني لرئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و شروط تعيين أعضاء هذه اللجنة، فيما تناول الثاني (المرسوم التنفيذي 94-176) تحديد فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن أن تعتمدها لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بصفة انتقالية كوسطاء في عمليات البورصة، حيث حددها في المادة 02 منه بأنها: "البنوك و المؤسسات المالية و شركات التأمين المستقرة قانونا في الجزائر و كذا صناديق المساهمة"، و ذلك لوضع الإجراءات و التدابير الضرورية لتكريس نظام البورصة في الجزائر، و جعلها كأداة جديدة لتنظيم و تمويل الإقتصاد الوطني، تجمع رؤوس الأموال و تُموِّل الإستثمار و برامج التنمية.

و مع بداية سنة 1996، بدأت " لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة " ممارسة نشاطها الفعلي، و تم إصدار مرسومين تنفيذيين، هما:

- المرسوم التنفيذي 96-133 المؤرخ في 13 أفريل 1996، يحدد شروط ممارسة السهم النوعي وكيفياتها؛

- المرسوم التنفيذي 96-134 المؤرخ في 13 أفريل 1996، يتعلق بشروط تملك الجمهور الأسهم و القيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستُخَوصص و كيفيات ذلك.

كما تم إنشاء شركة إدارة بورصة القيم (S.G.B.V) في 25 ماي 1997، و هو ما سمح بتوفير الشروط المناسبة لقيام بورصة للأوراق المالية في الجزائر، حيث كان الإفتتاح الرسمي لمقرها بتاريخ 17 ديسمبر1997، بالغرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة (اعتُمِد كمكان مادي لها).

و قد باشرت بورصة الجزائر نشاطها الفعلي بتاريخ 13 سبتمبر 1999، حيث تم اعتماد حصة واحدة للتسعير، كل يوم إثنين من الساعة التاسعة (9) إلى العاشرة (10)، و ذلك نظرا لمحدودية نشاط البورصة، و قلة عدد الشركات المسجلة فيها.

و لقد تطورت قيمة رسملة بورصة الجزائر خلال الإثنى عشرة شهرا الأولى، إلى غاية سبتمبر 2000 من نشاطها، لتبلغ حوالي 21780 مليون، ثم انخفضت هذه القيمة لتصل في نهاية ديسمبر 2000 إلى 21495 مليون دج، لتصل في نهاية ديسمبر 2001 إلى 21055 مليون دج، بنسبة تغير 2.04 % عن الربع الرابع من سنة 2000.

ثانيا: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

لقد ميز المشرع الجزائري بين ثلاثة أنواع من الأوراق المالية التي يمكن تداولها في بورصة الجزائر، حيث تتمثل أساسا في: أسهم رأس المال، سندات الدين، و أوراق مالية أخرى.

و سنحاول تِبيانها من خلال ما يلي:

1) أسهم رأس المال (الأسهم):

لقد تضمن القانون التجاري الجزائري الأنواع الآتية من الأسهم:

- الأسهم العادية؛
- أسهم التمتع؛
- الأسهم ذات الأولوية في توزيع الأرباح؛

- الأسهم ذات الأذونات للإكتتاب في الأسهم؛
- السهم الخصوصي، حيث تم إدخال هذا النوع من الأسهم في الجزائر، بموجب المرسوم التنفيذي 96-133، المحدد لشروط و كيفيات ممارسة السهم الخصوصي، و الذي جاء في إطار تنظيم عملية خوصصة المؤسسات العمومية.

2) سندات الدين (السندات):

من أهم أنواع السندات التي جاء بها القانون التجاري الجزائري ما يلي:

- السندات العادية؛
- سندات المشاركة؛
- السندات ذات المعدل الثابت؛
- السندات ذات المعدل المتغير.

3) أوراق مالية أخرى:

من بين الأوراق المالية الأخرى التي جاء بها القانون التجاري الجزائري، ما يلي:

- شهادات الإستثمار؛
- سندات المساهمة؛
- السندات ذات قسيمات الإكتتاب في الأسهم.[1]

ثالثا: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

بالموازاة مع الإعلان الرسمي لافتتاح بورصة الجزائر، تم اختيار أربع شركات عمومية لإدراجها بالبورصة، ثلاث شركات في سوق الأسهم، و شركة واحدة في سوق السندات (في مرحلة أولى)؛ حيث تم تحضيرها و تقييمها لمدة سنة تقريبيا، و انتهت هذه العملية بإصدار الأوراق المالية لهذه الشركات، و طرحها في السوق.

---

[1] Prospectus d'information, les valeurs mobilières, COSOB, Alger, 2004, P 3.

1) الشركات المدرجة في سوق الأسهم:

اختارت الثلاث شركات المدرجة في سوق الأسهم طرح 20 % من رأسمالها كمرحلة أولى، و هذه النسبة، تمثل الحد الأدنى المقبول في البورصة، و قد اكتفت هذه الشركات بهذه النسبة من باب الحذر، و لِجَس نبض السوق و معرفة اتجاهاته.

و الشركات المعنية بعملية الإصدار، هذه، نتناولها تباعا من خلال ما يلي:

شركة الرياض سطيف: و هي شركة متخصصة في الصناعات الغذائية و الحبوب بمشتقاته، و قد قامت "شركة الرياض" برفع رأسمالها إلى 5 مليار دج، و لهذه الغاية، أصدرت مليون سهم، بسعر ثابت للسهم حدد بـ: 2.300 دج للسهم.

مجمع صيدال: هي شركة متخصصة في صناعة الأدوية و المواد المشابهة، قامت بعرض عمومي للبيع بنسبة 20 % من رأسمالها، طرحت مليون سهم بسعر ثابت حدد بـ: 800 دج للسهم.

مؤسسة تسيير نزل الأوراسي: و هي شركة متخصصة في التسيير الفندقي، تم فتح رأسمالها بنسبة 20 %، عن طريق عرض عمومي للبيع، فتم طرح مليون و 200 ألف سهم، بسعر 400 دج للسهم؛ و قد كانت تسمى عند دخولها للبورصة " مؤسسة التسيير السياحي الأوراسي " قبل أن يتم تغيير تسميتها فيما بعد.

فبعد الإفتتاح الرسمي للبورصة بتاريخ 17 ديسمبر 1997، تم الإنتقال من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول، حيث باشرت بورصة الجزائر نشاطها الفعلي في 13 سبتمبر 1999 تاريخ أول جلسة، و التي تم فيها القيام بتسعير سهم الرياض سطيف، و بعدها بأسبوع، تم تسعير سهم صيدال، أما سهم الأوراسي، فتم تسعيره نهاية نوفمبر 1999.

و الجدير بالذكر، أنه في عملية الإصدار في السوق الأولي، كانت الأوراق المالية مادية إسمية، يعني أوراق مطبوعة يحصل عليها المستثمر، و مُدوَّن فيها اسمه و عنوانه.

كما تجدر الإشارة إلى أن مؤسسة الرياض سطيف تم سحبها من البورصة بطلب منها، و ذلك، بعد قيامها بتقديم ملف عرض علني للإنسحاب، طبقا للتشريع المعمول به، بتاريخ 30

يوليو 2006، و جاء هذا الطلب على إثر قرار مجلس مساهمات الدولة بسحب الشركة من البورصة، قصد التنازل عنها للقطاع الخاص؛ حيث تم قبول هذا الطلب من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بتاريخ 31 أكتوبر 2006، و بالتالي تنفيذه، ليقتصر سوق الأسهم فيما بعد على مجمع صيدال، و مؤسسة التسيير السياحي الأوراسي.[1]

كما تجدر الإشارة، أيضا، إلى أن سوق الأسهم ببورصة الجزائر يعرف انضمام أول شركة خاصة هي **شركة " آليانس للتأمينات (*ALLIANCE Assurances*)"**، و التي من المُقرَّر أن تطرح ما نسبته 30 % من رأسمالها للتداول في البورصة مطلع سنة 2011، في إطار المساعي الرامية إلى رفع رأسمال الشركة من 800 مليون دينار إلى 2,2 مليار دينار، أي بنسبة 175 %، و تحقيق ما قيمته 1.4 مليار دينار من البورصة، و ذلك للسماح للشركة برفع رأسمالها استجابة لشرط تنظيمي تم اعتماده من قبل وزارة المالية، و القاضي برفع رأسمال شركات التأمين.[2]

حيث منحت وزارة المالية، في هذا الصدد، شركات التأمين حوالي سنة لتطبيق ما جاء في مواد المرسوم التنفيذي 09-375 الصادر بتاريخ 16 نوفمبر 2009، المتمِّم و المعدِّل للمرسوم التنفيذي 95-344 الصادر بتاريخ 30 أكتوبر 1995، و الذي يُلـزِم شركات التأمين وإعادة التأمين برفع رأسمالها من حدود مليار إلى 3 ملايير دينار، منها مليارَي دينار لفرع التأمين على الأضرار، و مليار دينار لفرع التأمين على الأفراد و الحياة.[3]

و الشركة ذات الأسهم " آليانس للتأمينات " هي مجمع للتأمينات بكل فروعها، أُنشِأت في جويلية 2005، برأسمال قدره 800 مليون دينار، بدأت نشاطها في 2006 بعد حصولها على الإعتماد بتاريخ 30 جويلية 2005، لتنفيذ مجموع عمليات التأمين و إعادة التأمين.[4]

---

[1] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2006، و الصادر بتاريخ: 11 يونيو 2007، ص 22.

[2] قبل انقضاء العملية بأسبوع: بيع أكثر من 800 ألف سهم لآليانس للتأمينات، حفيظ صواليلي، مقال منشور بالموقع الإلكتروني لجريدة الخبر، تاريخ النشر: 2010/11/21، وفق الرابط: http://www.elkhabar.com/ar/index.php?category=30 ، تاريخ التصفح: 2010/11/21، على الساعة: 12:25. بالإضافة إلى مقالات منشورة بنفس الجريدة: العدد 6174 الصادر بتاريخ: 2010/11/11، ص 07؛ والعدد 6170 الصادر بتاريخ: 2010/11/07، ص 03.

[3] بعد انقضاء المهلة التي قدمتها وزارة المالية: شركات التأمين تمتثل لشرط رفع رأسمالها إلى حدود ملياري دينار، حفيظ صواليلي، مقال منشور بالموقع الإلكتروني لجريدة الخبر، تاريخ النشر: 2010/11/24، وفق الرابط: http://www.elkhabar.com/ar/index.php?news=236245 ، تاريخ التصفح: 2010/11/26، على الساعة: 12:30.

[4] Prospectus d’information, " ALLIANCE Assurances " SPA, P 6.

و يشمل عرض الإكتتاب إصدار الشركة بالتدقيق لـ 1804511 سهم، بقيمة إسمية قدرها 200 دينار للسهم، و سعر إصدار يقدربـ 830 دج للسهم، حيث يلتزم القرض الشعبي الجزائري (البنك الوسيط في عمليات البورصة المرافِق) بضمان سيولة السند لمدة 12 شهرا، وذلك من خلال التكفل بأي أمر للبيع إن لم يجد مقابلا، و يشترط المُصدِر (آليانس للتأمينات) شراء 5 أسهم على الأقل بالنسبة للشخص المادي من الجنسية الجزائرية، و ألف سهم بالنسبة للمؤسسات دون تحديد الجنسية، و كذا الأشخاص المعنويين الجزائريين، و 20 سهما بالنسبة للوكلاء العامِّين المحليين.

و قد انطلقت عملية الإكتتاب يوم 2 نوفمبر (الجاري) 2010، و تنتهي في الفاتح ديسمبر 2010،[1] إلا أن الشركة يمكن أن تستفيد، بعد طلب يُقدَّم إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من مدة إرجاء يمكن أن تصل إلى 15 يوما أخرى.

و كإجراء تحفيزي لجذب أصحاب الأموال قررت الشركة تمكين المساهمين الجدد من أرباح سنة كاملة هي السنة الجارية 2010، حيث يستفيدون منها بحلول شهر جوان 2011، عقب انتهاء فترة التدقيق المحاسبي.[2]

2) الشركات المدرجة في سوق السندات:

بالنسبة لسوق السندات، تم - كمرحلة أولى - إدراج شركة واحدة هي شركة سوناطراك؛ و لم يتم إدراج شركات أخرى إلا ابتداء من سنة 2003، و التي عرفت دخول "مؤسسة إعادة التمويل الرهني" إلى السوق، لتتوالى فيما بعد دخول شركات أخرى، و التي نتناولها تباعا من خلال ما يلي:[3]

شركة سوناطراك: و هي شركة وطنية للتنقيب، إنتاج و توزيع المحروقات، تُعتبَر الشركة العملاقة على الإطلاق في الجزائر، قامت بطرح سندات للإكتتاب العام بمبلغ خمسة (5) ملايير دينار في بداية 1998 بنسبة فائدة 13 %، و بدأت البورصة في تسعير سند شركة سوناطراك في أكتوبر 1999.

---

[1] Ibid, P P 2-4.

[2] من الحوار الذي أجراه الرئيس المدير العام للشركة السيد: "حسان خليفاتي" لجريدة "الشروق اليومي"، العدد 3123، مرجع سابق، ص 6.

[3] نتناول الشركات التي تم التطرق إليها في التقارير المنشورة للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.

شركة إعادة التمويل الرهني: هي مؤسسة مالية مكلفة بإعادة تمويل القروض العقارية الموجهة للعائلات، من أجل شراء شقق جديدة أو إعادة إنشائها ...الخ، أُنشِئت سنة 1997.

و قد قامت هذه الشركة، خلال النصف الثاني من سنة 2003، بإصدار نوعين من السندات بمبلغ إجمالي 2.480.000.000 دج، بقيمة 10.000 دج للسند، وفق تاريخ استحقاق لمدة ثلاثة و خمس سنوات، بمعدل فائدة 4 و 4.5 %، و كان المستهدَف من عملية الإصدار، هذه، المستثمرين المؤسسين من بنوك و مؤسسات مالية.

شركة الخطوط الجوية الجزائرية: و هي مؤسسة عمومية ذات طابع اقتصادي متخصصة في النقل الجوي، قامت هذه الشركة باللجوء للإدخار العام عن طريق إصدار قرض سندي، بمبلغ إجمالي 25 مليار دينار، مقسمة على فئتين من السندات:

النوع الأول، موجه للجمهور عامة، حيث امتدت فترة العرض من 02 إلى 30 نوفمبر 2004، و ذلك، بمعدل فائدة 3.75 % خلال السنة الأولى و الثانية، ثم بمعدل 4.5 % خلال السنة الثالثة و الرابعة، ثم بمعدل 6 % خلال السنة الخامسة و السادسة؛ و عليه، يصبح تاريخ استحقاق هذه السندات هو 01 ديسمبر 2010.

أما النوع الثاني من السندات، فتم توجيهه للمستثمرين المؤسسين من مؤسسات مالية وشركات تأمين، حيث كان تاريخ بداية العرض في ديسمبر 2004.

و يمكن القول بأن هذه العملية اتصفت بالنجاح، و ذلك نظرا للمردودية العالية لهذه الشركة من جهة، و نظرا لجاذبية معدل الفائدة المطروح من جهة أخرى، بالإضافة إلى الضمانات الممنوحة للمكتتبين.

المؤسسة الوطنية لأشغال الآبار (ENTP): و هي فرع من فروع مجمع سوناطراك، تشتغل في القطاع شبه البترولي، حيث قامت بإطلاق ثلاثة قروض سندية، الأول في يوليو/جويلية 2005، بمبلغ إجمالي 5 ملايير دينار، و الثاني في يونيو/جوان 2006، بمبلغ إجمالي 8 ملايير دينار، و الثالث سنة 2007، بمبلغ إجمالي 4 ملايير دينار، و قد وُجِّه هذا الأخير للبنوك والمستثمرين المؤسسين قانونا، و اشتمل على حصة واحدة، مع قسيمة نسبتها 3.85 %، و فترة إنضاج (استحقاق) مدتها خمس (5) سنوات، و قد استفاد هذا القرض من

الكفالة الشخصية والمتضامنة لشركة سوناطراك، و ذلك، فيما يخص مبلغ القرض بكامله مع القسيمات المتصلة به.[1]

المؤسسة الوطنية للحفر (ENAFOR): و هذه الشركة أيضا فرع من فروع مجمع سوناطراك، تشتغل في القطاع شبه البترولي، حيث قامت بإطلاق قرضين سنديين، الأول في ديسمبر 2005، بمبلغ إجمالي 8 ملايير دينار، و الثاني سنة 2006، بمبلغ إجمالي 6 ملايير دينار، و قد خُصص هذا الأخير للبنوك و المستثمرين المؤسسين قانونا، و اشتمل على حصة واحدة، مع قسيمة نسبتها 3.75 %، و فترة إنضاج مدتها خمس سنوات، و قد استفاد هذا القرض، أيضا، من الكفالة الشخصية و المتضامنة لشركة سوناطراك، و ذلك، فيما يخص مبلغ القرض بكامله مع القسيمات المتصلة به.[2]

شركة سونلغاز: هي شركة متخصصة في إنتاج الطاقة الكهربائية و توزيعها، أصبحت مُصْدِرا منتظمًا في سوق السندات، حيث قامت بالمبادرة بإحدى عشرة (11) قرضا سنديا، بمبلغ إجمالي 87.55 مليار دينار، منها قرضان (02) وُجِّها للجمهور العريض بمبلغ 45.9 مليار دج مسعَّرة في البورصة، مما جعلها أول مُقرض في السوق المالية الجزائرية،[3] و هي الشركة الوحيدة التي لديها سندات ذات آجال استحقاق مدتها تسع (9) سنوات، و إحدى عشرة (11) سنة؛[4] و يدخل لجوء هذه الشركة للبورصة في إطار سياسة التمويل التي تنتهجها، و الرامية إلى تلبية الحاجات لبرنامج واسع من الإستثمارات في إنتاج الكهرباء و نقلها.

و قد تم وضع سندات سونلغاز في متناول الجمهور على مستوى بورصة الجزائر ابتداء من سنة 2005، و تمت أول حصة تسعير بتاريخ 29 مايو 2006، بمبلغ إجمالي 5.000.000 دج، وفق 500 حصة منتظمة، أي بقيمة 10.000 دج للحصة الواحدة.[5]

و قد مكن القرض السندي الذي أُنجز في شهر يونيو 2008 من تحصيل 30 مليار دينار، و الذي تمتد فترة إنضاجه على مدى ست (6) سنوات، حيث يوفر للجمهور فوائد تدريجية تتراوح بين 4.5 % في السنة الأولى، و 07 % في السنة الأخيرة.[1]

---

[1] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2007، د.ت، ص 22.
[2] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2008، و الصادر بتاريخ: 30 أبريل 2009، ص 29.
[3] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2009، و الصادر في فيفري 2010، ص 33.
[4] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2006، مرجع سابق، ص 23.
[5] نفس المرجع، ص 20.

و في سنة 2009، منحت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها التأشيرة لقرض سندي واحد يتكون من حصتين، حيث تتضمن الحصة الأولى مبلغ 10 ملايير دج، لمدة تسع (09) سنوات، مع قسيمة نسبتها 3.75 %، و أما الحصة الثانية فتتضمن مبلغ 10 ملايير دج، ويمكن أن ترتفع إلى 15 مليار دج، لمدة إحدى عشرة (11) سنة، مع قسيمة نسبتها 4 %.[2]

و قد تم توجيه هذا القرض للمستثمرين المؤسسين قانوناً.[3]

مؤسسة إتصالات الجزائر: و هي شركة متخصصة في الإتصالات اللاسلكية، قامت بإطلاق قرض سندي سنة 2006، بمبلغ إجمالي 5.000.000 دج، وفق 500 حصة منتظمة، وتمت أول حصة تسعير بتاريخ 22 نوفمبر2006.[4]

الشركة العربية للإيجار (ALC): تقدمت هذه الشركة بقرضين سنديين، الأول في يوليو 2006 بمبلغ إجمالي 3.65 مليار دينار، و الثاني في شهر يناير/جانفي 2007، بمبلغ إجمالي 3.3 مليار دينار، وفق مدة إنضاج تمتد على مدى خمس (5) سنوات، و قسيمة نسبتها 3.85 %، و قد خُصِّص للبنوك و المستثمرين المؤسسين قانونا، دون سواهم.

شركة التعليم المهني عن بعد و التزويد بخدمات الإنترنت (EEPAD TSP): و هي شركة ذات أسهم تحمل طابع المؤسسة العائلية، تأسست سنة 1998، تعتبر المؤسسة الثانية من القطاع الخاص الوطني التي تلجأ إلى السوق السندية للحصول على أموال من أجل تمويل عملية تنصيب شبكتها الخاصة، و وضع التجهيزات المرافقة (الألياف البصرية D-SLM والمسارات)، و كذا تجديد تشكيلة المنتجات و الخدمات المقدَّمة (الحاكي الثلاثي، اللاسلكي "الوايفي"، و الفوكس-آيبي)؛ حيث تقدمت هذه الشركة سنة 2007، بقرض سندي مبلغه 0.5 مليار دينار.[5]

---

[1] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2008، مرجع سابق، ص 29.
[2] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2009، مرجع سابق، ص 33.
[3] نفس المرجع، ص 34.
[4] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2006، مرجع سابق، ص 20.
[5] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2007، مرجع سابق، ص 20.

شركة المساهمة دحلي: عرفت سنة 2008 قيام أول شركة من القطاع الخاص بإصدار قروض سندية موجهة إلى الجمهور الواسع، هي "شركة المساهمة دحلي"، بعد أن كانت القروض السندية الصادرة عن القطاع الخاص، سابقا، توجَّه إلى المستثمرين المؤسسين.[1]

و قد استلمت هذه الشركة تأشيرة إصدار قرضها السندي بمبلغ 8.3 مليار دينار، حيث كانت تعتزم من خلال التوجه نحو سوق السندات لبورصة الجزائر، الحصول على الأموال الضرورية لتمويل ثلاثة مشاريع، تتمثل في حضيرة مائية، و فندق بشقق، و ميناء استجمام "مارينا"، و التي كان من المفترَض أن تكون جزءا من مدينة الأعمال الجديدة "الجزائر مدينة".[2]

مجموعة الأشغال العمومية و البناء "حداد": هي شركة ذات أسهم تحوزها عائلة حداد بنسبة 100 %، يتمثل نشاطها الرئيسي في إنجاز الأشغال المتعلقة بالطرق و الطرق السيارة والسكك الحديدية و المنشآت الفنية و السدود؛ و لقد تنوعت أشغال المؤسسة من خلال تطوير نشاطاتها في مجال مواد البناء (استغلال المحاجر و المقالع، صناعة قنوات الصرف بالخرسانة، و الإستيراد، و التحويل و الإتجار بالمواد الزفتية، و الترقية العقارية و السياحة).

و تعتبر مجموعة الأشغال العمومية و البناء "حداد" المؤسسة الرابعة التابعة للقطاع الخاص التي تلجأ إلى البورصة من خلال إصدار قروض سندية، حيث من المقرر أن تُستخدَم الأموال المُحَصَّلة، عن طريق المزايدة، و التي بلغت 6 ملايير دينار، في تمويل الإستثمارات الآتية:

- الأشغال العمومية (محطة الجرش + محطة صناعة حديد الخرسانة + عتاد متنوِّع): و مبلغها الإجمالي 3.4 ملايير دج؛
- الزفت (3 حظائر للتزفيت + عتاد): 1.9 ملايير دج؛
- مصنع الهياكل المعدنية في حدود 35 %: 0.7 ملايير دج.

و يتضمن هذا القرض السندي مدة إنضاج تبلغ 5 سنوات ابتداء من تاريخ التمتع به، والذي يصادِف يوم 14 ديسمبر 2009، حيث تبلغ نسبة قسيمته 4.10 % سنويا؛ و تم ضمان

[1] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2008، مرجع سابق، ص 28.
[2] نفس المرجع، ص 29.

هذا القرض بواسطة الرهون المؤسَّسة على أرض و مقر المجموعة الكائن بالدار البيضاء، والذي تبلغ قيمته التجارية، حسب دراسة الخبرة العقارية، 7.28 مليار دينار، و قد تم توجيه هذا القرض للمستثمرين المؤسِّسين قانونا.[1]

و تجدر الإشارة في الأخير، إلى أن هذه الإصدارات المشار إليها أعلاه، و المتعلقة بالشركات التي أُدرجت في سوق السندات لبورصة الجزائر، تخُص الإصدارات الأولية فقط (السوق الأولي)، أي تخص عمليات الإصدار الأولي و ليس عمليات التداول والتي تتم بالسوق الثانوي.

3) قسم السندات المماثلة للخزينة:

عرفت سنة 2008 افتتاح قسم السندات المماثلة للخزينة، و ذلك، من خلال قيام الخزينة العمومية بطرح "سندات استحقاق شبيهة للخزينة"، وفق آجال استحقاق مختلفة (07، 10، و15 سنة)، حيث جرت أول جلسة لتسعير هذه السندات بتاريخ 11 فبراير/فيفري 2008.[2]

و حاليا، أصبح هذا القسم يضم خمسة عشر (15) سندا، يتم التداول عليها ثلاث مرات في الأسبوع، أي كل إثنين، ثلاثاء و أربعاء.[3]

---

[1] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2009، مرجع سابق، ص ص 33-34.
[2] نفس المرجع، ص 36.
[3] الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم على الشبكة العنكبوتية: www.sgbv.dz، تاريخ التصفح: 2010/03/06، على الساعة: 19:55.

المطلب الثاني: واقع بورصة الجزائر و آفاقها المستقبلية

أولا: الوضعية الحالية لبورصة الجزائر

1) أداء بورصة الجزائر:

لقد لقيت الخطوات الأولى في بورصة الجزائر، غداة إطلاق الإصدارات الأولى، نوعا من التجاوب فاق التوقعات، و كان الطلب يفوق العرض في كل عملية، إلا أن هذه الظاهرة لم تدم طويلا، فرغم تصريح السيد " نور الدين إسماعيل" المدير العام للبورصة (مؤسسسة تسيير بورصة القيم) آنذاك لإحدى المجلات المهتمة بالإقتصاد و الأعمال، بأن هناك برنامج لطرح أوراق في السوق، حيث يكون ذلك بمعدل شركة لكل شهرين، إلا أن عدد المؤسسات المنْظَمَّة إلى السوق المالية لم يتعدَّ الثلاث شركات فقط منذ انطلاقها (في سوق الأسهم)، لينخفض إلى الإثنين حاليا، مما جعل المختصين يصفون الوضعية التي توجد عليها بحالة الجمود، ناهيك عن عمليات التداول بها التي أضحت للمؤسستين بمعدل حصتين كل أسبوع، بعد أن كانت (من قبل) حصة كل أسبوع، و هي نسبة ضعيفة جدا إذا ما قورنت بالمتوسط العالمي، أو حتى بالمتوسط الإفريقي، حيث أن جنوب إفريقيا تمثل لوحدها 80 % من رأسمال البورصة في إفريقيا كاملة، حيث يتعامل ببورصتها 606 مؤسسة، و حجم رأسمالها 150 مليون دولار، و هو ما أهلها إلى الرتبة 148 عالميا عام 2002، كما أن المعاملات تتم على عدد لا بأس به من الأوراق، رغم نقص السيولة، و ضعف الأنظمة القانونية، إضافة إلى نقص التكنولوجيا.[1]

و فيما يخص أداء بورصة الجزائر، انخفض مؤشرها بنسبة 2.3 % في نهاية 2004، كما انخفضت قيمتها السوقية بنسبة 2.3 %، و تُصنَّف بورصة الجزائر ضمن الأسواق التي تقل قيمتها على الناتج المحلي الإجمالي، إذ تبلغ نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي 0.17 %، و هي نسبة تدل على صغر هذه البورصة نسبة إلى اقتصاد الجزائر؛ كما انخفضت قيمة الأسهم المتداولة في البورصة بنسبة 47.1 %، و فيما يتعلق بمعدل الدوران، أي نسبة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية، فقد بلغ 0.09 %، و مرَدُّ ذلك إلى انخفاض حجم التداول في هذه البورصة، و هو ما يفسر اقتصارها على يوم واحد في الأسبوع، بالإضافة إلى قلة عدد

[1] الموسوعة الشاملة لسوق الأوراق المالية، دراسة منشورة في الموقع الإلكتروني لمنتدى سيدات الأعمال، مرجع سابق.

الشركات المدرجة فيها؛ أما القيمة السوقية للبورصة في نهاية 2003، فكانت تمثل ما نسبته 0.85 % من الناتج المحلي الإجمالي للدولة، و فيما يتعلق بمعدل الدوران - الذي يُعتبر مؤشرا على سير السوق - فبلغ 0.15 %، مقابل معدل 0.22 % سنة 2007، و 0.31 % سنة 2008.

أما فيما يخص الشركات المدرجة في البورصة (في قسم الأسهم)، فإن تاريخ آخر إدراج يعود إلى سنة 2000، و يتعلق الأمر بأسهم شركة "الرياض سطيف"، و التي تم توقيف تداول أسهمها بسبب انهيار الشركة، و بيعها للقطاع الخاص؛ أما فيما يخص أسهم شركة "صيدال" للصناعات الدوائية، و سهم شركة "فندق الأوراسي"، فقد عرفت انهيارا معتبرا في قيمتها، وذلك بسبب غياب معطيات كافية عن هذه الشركات لدى الجمهور، و غياب ثقافة البورصة (أصلا) لدى الجزائريين.[1]

و في تقرير لصندوق النقد العربي حول أداء أسواق الأوراق المالية العربية صدر مطلع سنة 2010، أشار إلى تراجع أداء بورصة الجزائر خلال العام 2008 بنسبة 3.8 % مقارنة مع العام الذي سبقه، إلى جانب انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرَجة (و البالغ عددها شركتين) بنسبة 5.1 %، لتبلغ 92 مليون دولار، مقابل 97 مليون دولار في نهاية العام السابق، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2008 فقد انخفضت القيمة السوقية بنسبة 11.6 %.

و فيما يخص حصيلة النشاط خلال العقد الماضي (1999-2009)، فيمكن القول بأنها كانت متواضعة جداً، إذ لم تتعد تسعير ورقتين فقط، و من طرف شركتين تابعتين للدولة؛ كما تم إدراج سندات دين (قروض سندية) من طرف إثنى عشرة (12) شركة عامة و خاصة، يتم تداولها بين البنوك و المؤسسات المالية و المتعاملين المؤسساتيين، إضافة إلى إدراج 20 سند دين من طرف الخزينة العمومية على مدى 15 سنة.

كما أن القيمة الإجمالية لسندات الدين التي تم إصدارها في بورصة الجزائر خلال 10 سنوات الماضية لم يتجاوز 3 ملايين دولار، وهو مبلغ ضئيل جداً مقارنة ببرامج الإستثمار العام التي قامت الدولة بتمويلها عن طريق الميزانية العامة للدولة، و التي فاقت 200 مليار دولار، منذ العام 2000.

[1] حاليا، نجد في مقصورة شركة تسيير بورصة القيم خمس شركات مسجلة في التسعيرة الرسمية، شركتان للأسهم (مجمع صيدال، م.ت.ف الأوراسي)، و ثلاث مؤسسات للسندات (الخطوط الجوية الجزائرية، سونلغاز، اتصالات الجزائر).

كما أن الملاحظة الأساسية التي يمكن الخروج بها، تتمثل في النجاح النسبي لإدراج سندات الدين مقارنة بأسهم رأس المال، و ذلك لأسباب متعددة، و على رأسها أن سند الدين أسهل من فتح رأس المال بالنسبة للعشرات من المؤسسات الجزائرية، سواء تعلق الأمر بالمجمعات الصناعية الكبرى، العمومية أو الخاصة، أو بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.[1]

و عموما، يمكن تقييم نشاط بورصة الجزائر، من خلال ما جاء في التقرير ما قبل الأخير من التقارير المنشورة للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، و الذي أقرّ فيه رئيسها السيد "نور الدين إسماعيل" بتحقيق نتائج غير كافية في مستويات نشاط الأسواق الأولية والثانوية، منذ سنة 2000،[2] و هو ما حتم ضرورة التفكير في وضع إستراتيجية كفيلة بتصحيح الأوضاع، و السعي إلى محاولة إيجاد جو ملائم، و حد أدنى من الشروط اللازمة لتكريس دور البورصة في الإقتصاد.

2) أسباب حالة الجمود التي تعرفها بورصة الجزائر:

تعود حالة الجمود التي وصلت إليها سوق الأوراق المالية في الجزائر إلى أسباب كثيرة و متعددة، إلا أنه يمكن إدراج أهمها من خلال ما يلي:

- تجميد مشروع خوصصة المؤسسات العمومية و برنامج انضمامها إلى السوق، و الذي أعلنت عنه الحكومة غداة إنشائها لبورصة الجزائر، حيث كانت قد أعلنت الحكومة قبل نهاية سنة 1999 عن برامج يقضي بانضمام سبعة عشر (17) شركة إلى البورصة، عن طريق تنازل الشركات عن حصتها للبيع و انفتاحها على الإدخار الوطني، و كلها شركات تتمتع بأوضاع جيدة، و بإمكانيات عالية للمنافسة و النمو، و تعمل في مجالات الإسمنت والمقاولات ...الخ،[3] إلا أن المؤسسات التي تمت خوصصتها، كانت العملية خارج البورصة، و لم يسجَّل أي إصدار للأسهم منذ سنة 2000.

---

[1] من الحوار الذي أجراه رئيس "لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها"، السيد "نور الدين إسماعيل" لموقع "الرؤية الإقتصادية"، تاريخ النشر: 2009/01/10، و المنشور وفق الرابط: http://www.alrroya.com/article_listing/172 ، تاريخ التصفح: 2010/02/03، على الساعة: 21:25.

[2] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2008، مرجع سابق، ص 02.

[3] و في هذا الشأن، كان السيد "علي صادمي" الرئيس السابق للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، قد صرح سنة 1997، في ملتقى بمناسبة إطلاق القرض السندي لفندق الأوراسي، أن برنامج الخوصصة سينطلق خلال الأشهر القليلة القادمة بالنسبة لإحدى عشرة (11) مؤسسة عمومية، منها: فندق الجزائر، مؤسسة "ENTMW "، مؤسسة "ENGI"، ميناء سكيكدة، ميناء بجاية، ميناء آرزيو، مؤسسة الإسمنت بسطيف، مؤسسة الإسمنت بالشلف.

و قد تم تجميد المشروع السابق لعدة أسباب، تتعلق أساسا بتداخل في الصلاحيات (قطاعيا)، و تباين في الآراء، و حالة من التردد، و كان من الممكن لهذا المشروع أن يطور السوق المالية و يجعلها أكثر كفاءة، بدخول هذه المجموعة الكبيرة من المؤسسات الإقتصادية الناجحة.

- نقص الحركة لدى المتعاملين نتيجة لنقص الخبرات، و نقص المعلومات الكافية، و انعدام أو ضعف إعلام المواطنين بنشاطات و بدور البورصة و عملياتها، و هو ما أدى - بالنتيجة - إلى الإحجام عن الدخول إليها، و جعل السوق الثانوية تتسم بقلة النشاط، و النقص في السيولة الهيكلية، و الإنخفاض في الأسعار.
- وجود نظرة سيئة عن بورصة الجزائر لدى الجمهور و وسائل الإعلام و المُصْدِرين المحتمَلين.
- عدم ملائمة الظروف العامة للإقتصاد لبعث البورصة في الجزائر، و غياب استراتيجية عامة تمهد لتفعيل البورصة، و تُوَفِّر الشروط اللازمة التي يتطلبها نظام البورصة، و هو ما جعل العمل المنجَز منذ عشر سنوات، من الناحية التراكمية، يتم في إطار عدم وضوح للإستراتيجية الإقتصادية، و غياب التوافق و الإنسجام، و غياب مخطط رئيس و نموذج بورصة، و غياب نظام استرشادي للتنمية و التسيير.
- غياب تطوير حقيقي للخدمات اللازمة للسوق المالية من استشارة و خبرة، و معلومات دقيقة حول السندات و الأسهم المصدَرة، فضلاً عن الغياب الكلي للتحليل العميق و الوافي بشأن السندات و الأسهم، إضافة إلى الغياب شبه التام لعمليات الهندسة المالية؛ لذلك، اقتصر نشاط الخدمات المالية ببورصة الجزائر على عمليات البيع و الشراء للأسهم و السندات فقط، و هي عمليات إدارية بسيطة لا تتعدى في الغالب فتح حسابات السندات، و تسجيل عمليات الإكتتاب أثناء عمليات الإصدار، و دفع الفوائد و الأرباح السنوية.

3) الإمكانيات المتاحة للنهوض بالبورصة في الجزائر:

في الوقت ذاته، يمكن القول أن الجمود الذي وصلت إليه السوق، لا يعكس الإمكانيات المتاحة في ظل الإقتصاد الوطني، و النقاط السلبية سالفة الذكر، رافقتها أشياء إيجابية من شأنها أن تساعد على التأسيس لنظام بورصة فعال في الجزائر، و التي نذكر منها على الخصوص:

- عدد المؤسسات المعروضة للخوصصة، و ضخامة حجمها، و تنوعها، حيث يقدر المختصون فيما يخص عدد الشركات المؤهلة للدخول إلى البورصة، أن عددها لا يقل عن 1200 مؤسسة، في حال القيام بجرد موضوعي للمؤسسات و الشركات العمومية و الخاصة و الأجنبية الخاضعة للقانون الجزائري، و التي تستوفي شروط الإدراج، حتى في حال تطبيق القانون جاري العمل به.[1]
- بروز سوق قيم للخزينة مهم و منظَّم من طرف المديرية العامة للخزينة، يُنَشِّطُه متخصصون في قيم الخزينة، خصوصاً بعد إدراج سندات الإستحقاق الشبيهة للخزينة المسعرة في بورصة الجزائر.
- الإهتمام المتزايد للمستثمرين الأجانب بالسوق الجزائرية، و الذي يُلاحَظ في الرد الإيجابي على المناقصات، و إصدارات سندات الدين من طرف المستثمرين.
- بداية تعَوُّد بنوك الساحة المالية على عمليات التعاون، و توظيف القروض السندية، والإهتمام المتزايد للوسطاء الماليين الجدد و المستثمرين الأجانب بالسوق المحلية.
- وجود قانون استثمار يتسم بالمرونة، و يعطي الكثير من الحوافز و التشجيع حتى بالنسبة للأجانب، و ذلك رغم الصعوبات التي يطرحها مناخ الإستثمار السائد حاليا.
- وجود قُدُرات معتبرة من النمو الإقتصادي في الدائرة الحقيقية، بفضل وجود مشاريع كبرى في البنية التحتية تقوم بتمويلها الدولة بإمكاناتها الذاتية، و هو ما من شأنه أن يساهم في تنشيط قطاعات الأعمال المقاولاتية، و الخدماتية، و الصناعية.
- إعتماد الدولة لاستراتيجية لإعادة تأهيل و تطوير أقطاب الإستثمار الوطني العمومي والخاص، و هو ما يساهم في خلق متعاملين مؤهَّلين للدخول للبورصة.

---

[1] هذا التقدير جاء في تصريح للسيد" نور الدين إسماعيل"، لموقع "الرؤية الإقتصادية"، و المنشور وفق الرابط: http://www.alrroya.com/article_listing/172 ، تاريخ التصفح: 2010/02/03، على الساعة: 21:25.

- بداية بروز قطاع خاص للأعمال في مجالات خدماتية و صناعية خاصة، و هو ما يساهم في خلق الحاجة إلى اللجوء للبورصة لتمويل هذه المشاريع الخاصة (سيفيتال مثلا)؛ و ذلك رغم التجربة الفتية لهذا القطاع، و التي تحتاج لمزيد من الوقت في سبيل الوصول إلى النضج والإحترافية المطلوبين.
- وجود برنامج فعال لتأهيل المؤسسات والصناعات الصغيرة و المتوسطة بقيمة 600 مليون دولار،[1] و هو ما يساهم في خلق المزيد من منشآت الأعمال و تنشيط الحياة الإقتصادية، وبالتالي خلق ظروف مساعِدة لتنشيط عمل البورصة، و إرساء دورها كأداة لتمويل هذه المنشآت في حالة الحاجة إلى الدعم المالي، أو التوسع الإستثماري.
- وجود تدابير و مبادرات لنشر ثقافة البورصة، حيث تم تسطير مشروع في هذا الصدد، والذي يبدأ بإقامة شاشة ضخمة خلف الشارع الذي تتواجد فيه البورصة؛ و كذلك، برمجة نشرة يومية تُبَث في التلفزيون العمومي، و التي يتم التطرق فيها للحصيلة اليومية لعمل بورصة الجزائر، و مختلف مؤشراتها، من جهة، و التطرق لمختلف المؤشرات لأهم البورصات في العالم، و كذا، حركة أسعار أهم العملات و المعادن النفيسة و السلع والمحاصيل في العالم، حيث تُبَثُّ هذه النشرة متلازمة مع نشرات الأخبار الرئيسية حتى يطلع عليها الجمهور العريض.

ثانيا: الآفاق المستقبلية لبورصة الجزائر و سبل تفعيل دورها

1) الآفاق المستقبلية لبورصة الجزائر:

ضمن التيار الواسع لعصرنة الإقتصاد الوطني الذي تعكف السلطات العمومية على التسطير له، قامت وزارة المالية في شهر جويلية من سنة 2008، بتنظيم ورشات عمل حول "الإصلاحات المصرفية و التأمينات و السوق المالية"، حيث ترأست لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (بمساعدة شركة تسيير بورصة القيم) الورشة المتعلقة بـ: "إصلاح السوق المالية".

[1] حسب البرنامج المعلن عنه من طرف وزارة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

و قد جاء في تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2008، و بقلم رئيسها، بأن هذا اللقاء سمح لمختلف المشاركين و المتعاملين بالإحاطة بنقاط القوة و نقاط الضعف في سوق رؤوس الأموال، و سمح لهم، خصوصا، باقتراح مخطط من خلال نشاطات واضحة، و منسجمة، و متزامنة، كفيلة بإعطاء دفع حقيقي للسوق المالية.

و لقد تجسّد ذلك في إعداد **مخطط لعصرنة و تطوير السوق المالية**، و المصادقة عليه، بهدف التكفل بالحاجات الجديدة للإقتصاد الوطني، المعبر عنها من خلال:

- القِوام الجديد لتنظيم القطاع العام مع فتح رأس المال و الشراكة الإستراتيجية؛
- الحاجات إلى تمويل المجموعات الجديدة التابعة للقطاع الخاص و المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تم تأهيلها؛
- مرافقة المؤسسات الجديدة في عملية الإنشاء؛
- التمويل من طرف الدولة و الجماعات المحلية؛
- الإهتمام المتزايد لدى المستثمرين الأجانب.

كما جاء في نفس التقرير، أن " الأمر يتعلق بإرساء بورصة الجزائر ضمن الإقتصاد الوطني، و جعلها في موقع يكون في مركز النمو، و بالكيفية التي يجعلها تعمل على تحسين نوعية الخدمات، من أجل استقبال شركات إصدار جديدة، و الرفع من عدد السندات، التي من شأنها أن يتم تداولها في البورصة، و توسيع ِوعاء المستثمرين في الأسهم و السندات، والإستعداد للإنفتاح الإقليمي و الدولي".

و لقد حث السيد "نور الدين إسماعيل" رئيس اللجنة، فيما يخص هذا المسعى الرامي إلى إعادة تنظيم و تطوير السوق المالية في الجزائر، و الذي يمتد من 2009 إلى 2011، على ضرورة أن تدفع به، و تصادق عليه، و تعتمده السلطات العمومية، و لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، و مجموع المتدخلين في السوق.[1]

وعلى هذا الأساس قامت وزارة المالية بتحضير خطة جديدة تمتد على سنتين لتطوير بورصة الجزائر، حيث شُرع في تطبيقها مع مطلع العام الجاري (2010)، بالتعاون مع عشرة

[1] التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها 2008، مرجع سابق، ص ص 02-03.

(10) من أكبر الخبراء الدوليين و الجزائريين في مجال الأسواق المالية، تحت إشراف مجلس وزاري مشترك، و مشاركة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، و كل المتدخلين والمتعاملين في هذا الميدان، و منهم البنوك و المؤسسات المالية و الشركات.

و تدور خطة التطوير، هذه، حول خمسة محاور، تتمثل في إعادة الثقة بالسوق المالية وتعزيزها، و تطوير صناعة محلية للمهن و الخدمات المالية في الجزائر، و القيام بإصدار أوراق مالية جديدة، خصوصاً أسهم جديدة، من طرف شركات صغيرة و متوسطة و مجموعات كبيرة، خاصة و عامة، في إطار قانون جديد يتوفر على حوافز مهمة لصالح هذه الشركات؛ إضافة إلى تعزيز و عصرنة الأنظمة الإلكترونية و المعلوماتية الخاصة بالبورصة، و تعزيز مكانة المؤسسات العامة في السوق المالية، و تقوية دَور لجنة مراقبة عمليات البورصة، وتعزيز دَور الحِفظ المركزي.

و يتم تنفيذ هذه الخطة دون توقيف السوق عن العمل، حيث تستمر البورصة في مهامها بصفة عادية، كما تقرر في هذا الإطار، التقرب من البورصات العربية التي حققت نجاحا مُلفِتًا قصد الإستفادة من تجاربها، على غرار الإمارات العربية المتحدة، التي أضحت واحدة من أهم الأسواق المالية دولياً و في وقت وجيز، حيث تم في هذا الصدد برمجة زيارات عمل، كتلك التي قام بها وفد من الخبراء الجزائريين تحت إشراف "لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها" إلى سوق دبي المالي، و سوق أبوظبي للأوراق المالية، للإستفادة من تجربتهما المهمة.[1]

و في نفس الصدد، عرفت سنة 2009 تنفيذ الأعمال و التدابير الضرورية و المناسبة لضمان السير المنتظم لسوق البورصة، بالإضافة إلى مجموعة من الأعمال تم إنجازها مع جميع الفاعلين و المتدخلين، تحت إشراف وزارة المالية، من أجل توفير شروط الإنطلاق خلال العام 2010 في **مخطط تطوير السوق المالية و عصرنتها**.

و طبقا لِما جاء في تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لسنة 2009، انصَبَّت الأنماط الأولى من الأعمال الرامية إلى حماية الإدِّخار المستثمَر في القيم المنقولة و حسن سير السوق، أساساً، على ما يأتي:

---

[1] من الحوار الذي أجراه رئيس "لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها"، السيد" نور الدين إسماعيل"، لموقع "الرؤية الإقتصادية"، مرجع سابق؛ و كذلك الحوار الذي أجراه مع جريدة الشروق اليومي، تاريخ النشر: 2009/01/14، الرابط على شبكة الإنترنت: http://www.echoroukonline.com/ara/economie/index.1.html ، تاريخ التصفح: 2010/02/03، على الساعة: 21:10.

- تقليص نفقات و عمولات المعاملات في البورصة و في الوساطة و مسك الحسابات وحِفظ السندات؛
- التكفل، على مستوى البورصة، بحسم الأرباح على أسعار الأسهم عند تاريخ حلول استحقاقها؛
- إعادة تنظيم و توضيح تداوُل الجملة في البورصة و تداول المعاملات الكبرى، خارج، البورصة، للسندات المسعَّرة في البورصة؛
- تحضير إجراءات لإقامة صندوق ضمان المستثمرين؛
- مرافقة كتلة حاملي السندات في الدفاع عن مصالح المكتتِبين طبقاً لأحكام القانون التجاري؛
- إقتراح التقييم المستمر لنشاط الشركات المسعَّرة من خلال خبرة مستقلة (الوساطة في عمليات البورصة أو غيرها)؛
- دراسة الإطار القانوني للّجنة و اقتراح التوصيات بشأن تعزيز القدرات من أجل التكفل الأمثل بمهامها؛
- التوصيات بشأن المطابقة و تحسين إدارة مؤسسات السوق (بورصة الجزائر، المؤتمن المركزي)؛
- التفتيش الخاص بالمتدخلين و تقييم مدى التكفل بتوصيات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها؛
- تنظيم اللقاءات و ورشات التبادل و استعراض النتائج بحضور المتدخلين.

و في نفس الصدد، اعتَبَر تقرير اللجنة لسنة 2009 أن إعداد مخطط تطوير السوق المالية و عصرنتها جاء على أساس تشخيص عام للمسيرة العامة التي تم إنجازها منذ الإنطلاق في التداول في السوق الثانوية ببورصة الجزائر سنة 1999، و التي كانت تخص، بصورة رئيسية، ما يأتي:

1. رفع كفاءة السوق عن طريق إدخال المهنية و تطوير خدمات الإستثمار؛
2. توفير شروط قانونية و جبائية جديدة لإعطاء دفع جديد لسوق السندات (الأسهم، سندات الدين، هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ...)؛

3. تأهيل الأنظمة و الإجراءات و المتدخلين في السوق؛
4. تعزيز و عصرنة إطار سير السوق المالية و تنظيمها؛
5. ترقية مركز مالي حقيقي يشجع على تجمع المتعاملين الرئيسيين في السوق الذين يتدخلون في نفس نشاط السندات، و يسمح بما يأتي:

- التشجيع على إقامة اتحاد، و تآزر بين هذه الشبكة من المؤسسات العاملة في السوق من أجل تأسيس "مجموعة" كفيلة بأن تجعل من الساحة المالية بالجزائر ساحة مالية ذات بُعد إقليمي.
- استعادة صورة البورصة و تعزيز الثقة فيها.

كما أكد التقرير على ضرورة رصد تمويل المرحلة الأولى من "التقييم و التصوُّر" وضمان الإشراف المؤسسي على هذا الإصلاح من طرف الحكومة، و ذلك من خلال متابعته بلجنة وزارية مشتركة، و لجنة إشراف يرأسها وزير المالية، و إقامة وحدة تسيير مشروع إصلاح السوق المالية على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.[1]

و كنتائج للمتابعة و الإشراف و عمليات التفتيش التي أنجزتها المصالح التقنية للّجنة على مستوى السوق و المتعاملين خلال سنة 2009، اتُّخِذت مجموعة من التدابير تهدف من خلالها اللجنة إلى:

1. ضمان ظروف التداول و تحسينها بُغية جعل الإستثمار في البورصة أكثر جاذبية؛
2. ضمان احترام المتعاملين للأحكام القانونية و التنظيمية التي يخضع لها السوق؛
3. تحسين ظروف تسيير و إدارة بورصة القيم و المؤتمن المركزي؛
4. تحضير مؤسسات السوق للمساهمة بفعالية في إنجاز عملية إصلاح السوق المالية.

و من أهم هذه التدابير، التي اتُّخِذت، نجد ما يلي:

إعادة تنظيم التداول، خارج البورصة، لسندات الدين (السندات) المسعّرة في البورصة: حيث تم الترخيص للوسطاء في عمليات البورصة بالتداول خارج البورصة للسندات المسعّرة في البورصة فيما يخص المعاملات الكبرى (المجموعات الكبرى) – كما جاء في

---

[1] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2009، مرجع سابق، ص ص 02-04.

تقرير اللجنة - التي تتجاوز خمس (5) مرات الحجم العادي لمجموعة السند؛ و هذا للرّفع من المعاملات المرخَّص بها، بشرط أن تكون هذه المعاملات موضوع تصريح بالبورصة و لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، حيث يهدف هذا الإجراء إلى تمركز المعاملات على سندات الدين بالبورصة، و بالتالي ضمان الشفافية في شروط التداول.

تقليص العمولات و مصاريف التسجيل في البورصة التي تتقاضاها شركة تسيير بورصة القيم: حيث سنَّت اللجنة نظامًا (*Règlement*) يهدف إلى تقليص العمولات التي تتقاضاها شركة تسير بورصة القيم فيما يخص الصفقات على الأسهم من 0.25 % إلى 0.15 % و/أو سندات الدين من 0.15 % إلى 0.10 %، بهدف تقليص المصاريف التي يدفعها المستثمر، و هو ما يسمح بتشجيع توظيف الإدخار في القيم المنقولة.

و للعلم يدفع كل من الشاري و البائع عمولتين عند كل معاملة تخص شركة تسيير بورصة القيم و الوسيط في عمليات البورصة.[1]

الإعفاء الجبائي على عمليات العروض العلنية للبيع: بهدف التشجيع على الإدراج في البورصة، فإن قانون المالية لسنة 2010 قد قرر إعفاء العمليات التي يُنجزها المُصدِرون عند العرض العلني للبيع من الجباية.

و العرض العلني للبيع هو إجراء معمول به في البورصة يتمثل في وضع عدد معين من السندات تحت تصرف الجمهور في يوم الإدراج، بسعر (محدد أو أدنى) يكون القائمون بإدراجها على استعداد لبيعها.[2]

اقتراح متابعة نشاط الشركات المسعَّرة من طرف خبرة مستقلة: ففي إطار تنفيذ التدابير و التوصيات المقررة في مخطط عصرنة و تطوير السوق المالية، المعتمدة و المصادق عليها في الساحة المالية في جويلية 2009، تم اعتماد التكفل بالمتابعة و التحليل المستمر للشركات المسعَّرة في البورصة من طرف خبير مستقل.

---

[1] تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2009، مرجع سابق، ص ص 22-23.
[2] نفس المرجع، ص 26.

لذلك، فقد طلبت اللجنة من الشركات المسعَّرة في البورصة الإستعانة بخبير مستقل تقوم هذه الشركات باختياره من أجل متابعة سنداتها و تحليل نشاطها مع إعداد "مذكرة بحث فصلية" (كل ثلاثة أشهر) حول نتائج الشركة و آفاقها.

إعداد الإجراءات لإقامة صندوق ضمان المستثمرين (أدوات مالية و زبائن) على مستوى السوق المالية في الجزائر: حيث أعدَّت لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها مشروع تعليمة تتعلق بإجراءات إقامة صندوق ضمان الزبائن و سيره تطبيقا للمادة 64 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل و المتمم، و تنفيذا للنظام 04-03 المؤرخ في 09 سبتمبر 2004 و المتعلق بصندوق الضمان.

و يتولى هذا الصندوق مهمة تعويض المستثمرين في حالة تعسّر (إعسار) وسيط في عمليات البورصة، كما يهدف هذا الصندوق إلى حماية المستثمرين من المخاطر غير التجارية، و منها عدم قدرة وسيط في عمليات البورصة على رد السندات أو الأموال إلى زبائنه.[1]

و تجدر الإشارة إلى أنه، و في إطار المسعى الشامل لوضع بورصة الجزائر على السكة، تم اعتماد مرحلتين للتدخل:

1. مرحلة أولى للإصلاح: التقييم و التصميم – سنة 2010

تُعتبر المرحلة الأولية، و مدتها ثمانية (08) أشهر، مرحل التقييم و التصميم و التصديق على مجموع القرارات و التدابير و الأنظمة المرتبطة بالتنظيم المحدَّد الأهداف للسوق المالية في الجزائر.

[1] نفس المرجع، ص ص 27-28.

2. مرحلة ثانية للإصلاح: تنفيذ المخطط – 2012/2011

تُعتبر مرحلة للنشاط و إنجاز التنظيمات و القرارات و التدابير المعتمدة على الساحة على إثر مرحلة التقييم و التصميم، و سوف يجري إنجاز هذه المرحلة خلال ثمانية عشر (18) شهرا ابتداء من الإختتام الرسمي للمرحلة الأولى، و التصديق على جميع النتائج من طرف المتعاملين و السلطات العامة في الساحة المالية.[1]

و بالموازاة مع كل ذلك، قامت الحكومة بسن تدابير تهدف من خلالها إلى حث أو إلزام المتعاملين على اللجوء للبورصة، و التي نجد من أهمها، على الخصوص، الإجراء الذي جاء به قانون المالية لسنة 2009، و القاضي بإلزام الشركات الأجنبية التي تمارس نشاطها في الجزائر بفتح 51 % من رأسمالها لمتعاملين محليين (الدولة أو الخواص)، بالإضافة إلى وضع إجراء تحفيزي يقضي بإعفاء المتعاملين الذين ينوون اللجوء إلى البورصة من الضريبة على الدخل الإجمالي (IRG) و الضريبة على أرباح الشركات (IBS) فيما يخص الأسهم والسندات أو حصص هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة المطروحة بالبورصة لمدة خمس سنوات ابتداءً من أول يناير/جانفي 2009.[2]

2) عوامل تفعيل البورصة في الجزائر:

انطلاقا من كل ما سبق، تمكننا من إدراك أن بورصة الجزائر تتسم في الوقت الراهن بالهشاشة، و هامشية دورها في تمويل الإقتصاد الوطني و منشآت الأعمال، فهي سوق ضحلة تعترضها الكثير من النقائص و العقبات حتى ترتقي إلى مصاف البورصات الحيوية، إلا أنه، وحتى يتم إرساء نظام بورصة فعال، و قادر على تأدية الدور المنوط به في تنشيط الحياة الإقتصادية و دعم قطاعات الأعمال، يمكن صياغة مجموعة من الشروط و المتطلبات التي ينبغي توافرها، حتى تتمكن بورصة الجزائر من تحقيق الأهداف التي وُجدت من أجلها، و التي تتمثل أساسا في:

[1] نفس المرجع، ص ص 77-78.
[2] المادة 46 من قانون المالية لسنة 2009 (قانون 08-21 المؤرخ في 30 ديسمبر 2008 و المتضمن لقانون المالية لسنة 2009، جريدة رسمية 2008/74).

☜ **ضرورة إعادة تأهيل الإقتصاد (تهيئة البيئة اللازمة لعمل البورصة):**

يُعتبر توفير المحيط الإقتصادي الملائم الشرط الأساسي لإيجاد سوق أوراق مالية فعالة، و ذلك من خلال اتباع سياسة اقتصادية واضحة المعالم تُؤْمِن بعدم احتكار الدولة للأنشطة الإقتصادية، و إعطاء دور لريادة القطاع الخاص في تحقيق عملية التنمية المستدامة، و هذا بتأسيس أكبر عدد ممكن من شركات المساهمة، و توجيهها نحو مختلف القطاعات الإقتصادية، في ظل المنافسة الحرة، على النحو الذي تتمكن معه هذه الشركات من تحقيق أفضل عائد بأقل تكلفة، ضمانا لبقائها.

و عليه، يتعين توفير المناخ الإستثماري المشجع و المطمئن، و الذي باستطاعته جلب واستيعاب الأموال المعروضة، و هذا لن يتحقق إلا في إطار اقتصاد السوق، الذي يوفر المرونة اللازمة للتعاملات التجارية، و يرفع كل العقبات الموضوعة من طرف الإقتصاد المخطط.

و قد أثبتت التجربة التاريخية أن البورصات الأكثر فاعلية فد ظهرت و تطورت لدى الدول التي تتبنى اقتصاد السوق، هذا الأخير، يُعتبَر من بين الشروط الضرورية لتطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر، هذا، مع ما يتطلبه إرساء قواعد هذا النظام من انسحاب للدولة من احتكار النشاط الإقتصادي، و فتح المجال للقطاع الخاص، و بالتالي تسريع عملية خوصصة منشآت الأعمال التابعة للقطاع العمومي على وجه الخصوص.

☜ **الرفع من مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد:**

لا يمكن الحديث عن جذب مدخرات العائلات دون رفع مستوى الدخل الحقيقي العائد لكل مواطن، مع العلم أنه توجد علاقة كبيرة بين مستوى الدخل الحقيقي لكل فرد و توجيه الإدخار نحو التوظيف في البورصة.

و عليه، فإن رفع المستوى المعيشي للمجتمع يسمح برفع حجم الإدخار الخاص و عرض رؤوس الأموال التي تبحث عن فرص الإستثمار في البورصة، و من ثم، فإن الزيادة الحقيقية للدخل تؤدي إلى زيادة الإدخار بشكل أكبر من الإستهلاك، و منه توجيهه إلى الإستثمار.

☜ **الإنفتاح الكبير على الجمهور و التنويع في الأدوات المالية:**

تتميز البورصات المتطورة و الفعالة بالعدد الكبير للمتدخلين بها، سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية، إضافة إلى تعدد المُصدِرين و تنوع الأدوات المالية، خاصة منها ما يتعلق بسوق السندات.

و عليه، فإن سوق الأوراق المالية هي سوق يتم فيها تبادل الأصول المالية التي ليس لها طابع التجانس، و هذا العامل يمثل عنصر جذب للإدخار، ذلك أن تنويع الأدوات المالية له مزايا عديدة، حيث يُتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم و معتقداتهم و اتجاهاتهم، وهذا التنويع يعطي لسوق الأوراق المالية الأهمية و الفاعلية المطلوبة، كما أن هذا التفتح الكبير على الجمهور، و هذا التنوع في الأدوات المالية يعطيان للسوق حركية عالية، مع تقليص كبير لمخاطر تجميد الإدخار المُستثمَر في الأوراق المالية؛ و من ثم، فإن المدخرين يفضلون توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية، دون الأصول الحقيقية.

☜ **الكفاءة الإعلامية لسوق البورصة:**

تكون سوق الأوراق المالية فعالة إذ كانت جملة المعلومات المفيدة لتقييم الأوراق المالية يتم عكسها على الدوام في الأسعار، و يسمح ذلك باتخاذ قرارات الإدخار و الإستثمار تِبَعًا لهذه الأسعار.

و عليه، فإن شفافية سير المعلومات المالية و الإحصائية المتعلقة بالمؤسسات المقيدة في البورصة، و مصداقية هذه المعلومات تُعتبر شرطا لازما لحسن سير البورصة بطريقة ناجعة وفعالة.

☜ **توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الإستثمارات المنتجة و المربحة:**

حتى نُمكّن سوق الأوراق المالية من توجيه القدرات التمويلية الموجودة نحو الإستثمارات المنتجة و المربحة، فإنه ينبغي العمل على تحقيق ما يلي:

- التأكد من وجود مشاريع مربحة على المستوى الإقتصادي و المالي، ذلك أن مردودية أو ربحية المؤسسات المسجلة في البورصة تُعتبر الشرط اللازم لجذب الإدخار و إعادة توجيهه نحو المشاريع التنموية.
- تفعيل دور الوساطة المالية المتخصصة في دراسة المشاريع المربحة، و كذا الدراسات التقنية لتركيب مثل هذه العمليات، التي تقتضي القيام بالوساطة بين المدخرين و المستثمرين.
- ضرورة اتّصاف البورصة بالمرونة اللازمة، على النحو الذي يسمح بنقل الأموال الموظّفة و المستثمَرة في مشاريع أخرى قائمة ترغب في توسيع أنشطتها، أو تلك التي هي في طور التأسيس.

☜ **حصول المدخرين على عوائد معقولة مقابل توظيفاتهم و استثماراتهم المالية:**

إن الحصول على عوائد معقولة لقاء توظيف و استثمار الأموال في البورصة يُعَدُّ شرطا أساسيا لوجود بورصة فعالة تستقطب أكبر عدد ممكن من المدخرين، و وجود شركات مساهمة ناجحة.

☜ **تكييف البورصة مع التحولات الإقتصادية:**

من الضروري أن يكون لسوق الأوراق المالية إطار مؤسساتي و تنظيمي مرن، يسمح لها بالتطور و التكيُّف على الدوام مع التغيرات الحاصلة، و من ذلك مدى قدرتها على التأقلم مع مختلف الأزمات؛ و عليه، فإن سوق الأوراق المالية الفعالة تستطيع الإنسجام مع التغيرات الطارئة، بفضل تنظيمها الجيد و هياكلها المتينة و المرنة.

☜ **وجود جهاز مصرفي متكامل:**

يُعتبر وجود هذا العامل وسيلة مهمة لترقية سوق الأوراق المالية و نموها، ذلك أن المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تضطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة، و من ذلك، قدرتها على تعبئة الإدخار و توفير الفرص الإستثمارية في صورة مشاريع، و كذا، التوسط بين عرض السيولة النقدية الفعلية، و الطلب الحقيقي عليها.

و ينبغي على الجهاز المصرفي أن يتصف بمرونة عالية، و قدرة على مسايرة التطورات الإقتصادية، على النحو الذي يسمح له بضمان سرعة التدفقات النقدية، و كذا، توفير

السيولة المالية المطلوبة لتحقيق مختلف الصفقات و العمليات التي تتم عن طريق هذه الوساطة المالية.[1]

و من أجل تطوير الجهاز المصرفي الجزائري، ينبغي العمل على إزالة الفارق بين المصارف الأجنبية و المصارف المحلية الناتج عن استخدام التكنولوجيا في توفير الخدمات المصرفية، و البدء بالعمل الإلكتروني و معلوماتية المصارف، و كذا، العمل على تحقيق نوع من الإندماج فيما بين البنوك الوطنية، أو الشراكة المصرفية لمواجهة البنوك العملاقة في السوق المصرفية؛[2] و بموجب ذلك، يمكن توفير المناخ الإستثماري المحفز، و الذي باستطاعته أن يستوعب كل الأموال المعروضة من خلال مثل هذه المؤسسات المالية.

و عليه، فإن الجهاز المصرفي يُعتبر الدعامة الأساسية لوجود بورصة فعالة، و ذلك، لما يختص به بصفته وسيط مالي يعمل على تعبئة الإدخار و حسن توجيهه.

و في الأخير، يمكن القول أنه بتحقيق جملة الشروط سالفة الذكر، و اتخاذ مختلف التدابير و الترتيبات التي تصب في تحقيقها، يصبح حينئذ بالإمكان تصور وجود سوق للأوراق المالية تقوم بدورها على أحسن ما يرام، مع تحسُّن تدريجي في أدائها، و ذلك وفقا لمدى انتشار ثقافة البورصة و الوعي الإستثماري داخل مختلف شرائح المجتمع مع مرور الوقت، على اعتبار أن مجتمعنا حاليا يعرف قصورا كبيرا في هذا الجانب.

---

[1] د. محمد براق، بورصة الجزائر و الشروط الأساسية لنجاحها، مجلة "إدارة"، المدرسة الوطنية للإدارة، المجلد 11، العدد 21-2001، ص ص 88-120، بتصرف.

[2] الجودي ساطوري، مرجع سابق، ص 343، عن: عبد الحق بوعتروس، الإصلاح المالي و المصرفي في الجزائر و تحديات المرحلة المقبلة، مجلة الإقتصاد و المجتمع، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، العدد الأول، 2002، ص 71.

خلاصة الباب الثاني

من خلال ما سبق ذكره نقول، إن سوق الأوراق المالية تعتبر المحرك الرئيسي للنمو الإقتصادي، حيث تختص هذه السوق بالمعاملات المتوسطة و طويلة الآجال، لتحتل بذلك ركنا هاما من أركان الهيكل التمويلي في النظم الإقتصادية، و قد تعرفنا من خلال هذا الباب، الذي تناولنا فيه نظام عمل البورصة و مظاهر التجديد في أدواتها، على الهيكل العام للبورصة، والذي يتميز بوجود سوق أولي تتم فيه عمليات الإصدار الأولي للأوراق المالية، و الذي تكون العلاقة فيه مباشرة بين المصْدِرين و المستثمرين، و السوق الثانوي الذي تتم فيه عمليات التداول على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي بيعا و شراء، حيث يأخذ هذا السوق شكلين، أسواق منظمة تتم داخل البورصة، على عكس الأسواق غير المنظمة التي يتركز نشاطها خارج البورصة، هذا، بالإضافة إلى السوق الثالث و الرابع، و التي تعتبر أجزاء من السوق الثانوي.

كما تعرفنا من خلال هذا الباب على مختلف المتدخلين في البورصة، و الذين يشملون المستثمرين الأفراد و بنوك الإستثمار و صناديق الإستثمار و المستثمرين التأسيسيين، بالإضافة إلى المؤسسات الإقتصادية العمومية و الخاصة، البنوك التجارية، و الجمعيات ذات الطابع غير الربحي؛ يضاف إليهم الوسطاء و سماسرة الأوراق المالية الذين يلعبون الدور الأساسي في إنجاز و تنفيذ عمليات التداول بين مختلف المتعاملين؛ كما تعرفنا على كيفية تنظيم البورصة وآلية عملها من خلال استعراض الهيكل التنظيمي لها، حيث تم التعرض لإدارة البورصة، والتي تشمل لجنة أو مجلس إدارة البورصة، الجمعية العامة، اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية، هيئة التحكيم، مجلس التأديب، و مندوب الحكومة، كما تعرفنا على المهام الأساسية للهيئة المشرفة على إدارة البورصة و التي تعتبر كسلطة ضبط لعمليات البورصة و عملها، مع الإشارة إلى الشروط العامة التي تخضع لها الشركات للدخول إلى البورصة؛ أما فيما يخص نظام عمل البورصة فتمكننا من معرفة أنظمة و طرق التداول المعتمدة في مختلف البورصات، و المتمثلة في نظام القاعة الواحدة و النظام الإلكتروني للتداول بالنسبة لأنظمة التداول داخل البورصة، و طريقة المفاوضة و طريقة المزايدة بالنسبة لطرق التداول، كما تعرفنا على آلية

تنفيذ التعاملات داخل البورصة و المتمثلة في أوامر البورصة؛ بالإضافة إلى تعرفنا على الخصائص التي تتسم بها البورصات الكفأة أو الجيدة.

كما تعرفنا في الفصل الثاني من هذا الباب على اتجاهات التجديد في الأوراق المالية محل التداول في البورصة، حيث عرفت الأوراق المالية الكلاسيكية، و المتمثلة في الأسهم والسندات، الكثير من التنويع و الإبتكار، حيث تم تطويرها و تنويعها بهدف الإستجابة للإحتياجات المختلفة للمستثمرين، و بهدف جلب أكثر نسبة منهم للتعامل داخل البورصة؛ حيث وقفنا على ما عرفه هذا المجال من ابتكارات حتى وصل الأمر إلى استحداث أوراق مالية مخلّقة أو ما يعرف بالتوريق، و المتمثل في تحويل قروض متعلقة بالشركات غير قابلة للتداول إلى أوراق مالية تُتَداول في البورصة، هذا، بالإضافة إلى استحداث نوع هجين من الأوراق المالية والمتمثل في المشتقات المالية، و التي تشتمل على: عقود الإختيار، عقود المستقبل و العقود الآجلة، عقود المبادلة، بالإضافة إلى التعامل بالمؤشرات، حيث انتشرت هذه الأدوات في بورصات الدول الرأسمالية الكبرى، على غرار الولايات المتحدة الأمريكية، في اتجاه مطرد نحو تنويع طرق تحقيق الربح عبر المضاربة في أوراق مالية هجينة، دون تفكير في العواقب التي تنجر عن المغالاة في ذلك.

كما تمكننا في الفصل الثالث من هذا الباب من إلقاء نظرة عن مكانة البورصة في المنطقة العربية و الجزائر، حيث تمكننا من استعراض ظروف نشأة البورصات العربية، أدائها، و المشاكل التي تعترضها، كما أمكننا ذلك من الوقوف على المرتبة التي تحتلها بورصة الجزائر بين بورصات مختلف الدول العربية، حيث تقبع في المراتب الأخيرة قبل بورصة السودان، وهذا حسب الإحصائيات المنشورة؛ و هو ما جعلنا نُعَرِّج على إلقاء نظرة على مكانة البورصة في الجزائر و تشريح حالة الجمود التي تعرفها، و ذلك من خلال استعراض ظروف نشأتها، واقعها، و الآفاق المستقبلية في سبيل توفير الشروط اللازمة لنشاطها، حيث تمكننا، في هذا الصدد، من الإطلاع على التدابير التي تعكف السلطات العمومية على التسطير لها، من خلال اعتماد استراتيجية لوضع بورصة الجزائر على السكة، و التي تمتد على سنتين ابتداء من العام 2010.

الخاتمة العامة

إن وجود بورصات الأوراق المالية، يُعتبر المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول و تقدمها، فالبورصة تُعتبر من أهم أجهزة أو مكونات الأسواق المالية، وذلك من خلال ما تقوم به فيما يخص تأمين السيولة، و تجميع المدخرات للإسهام في عمليات الإستثمار و التنمية، فتمُدُّ المشروعات بالموارد المالية للإستثمار في النشاط الإنتاجي (التوسُّع)، أو إضافة وحدات إنتاجية جديدة (الإنشاء)، وعن طريق البورصات تتمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة، و تمويل أهداف التنمية.

لذلك، و من خلال تناولنا لهذا البحث، يمكننا القول بأننا قد تمكننا من إدراك الأهمية البالغة التي أضحت تحتلها البورصة في عالمنا اليوم، حيث وقفنا على الدور الكبير الذي أصبحت تؤديه، و الذي لا يقتصر على كونها أداةً لدوران وانتقال رؤوس الأموال أو توفير السيولة فحسب، بل أنها تعتبر أداة فعالة في **التوجه بموارد المجتمع إلى أحسن استخداماتها،** وهو ما يفسر احتلالها لمكانة متميزة في النظم الإقتصادية المعاصرة، حيث أن المُتأمل للحياة الإقتصادية اليوم، يرى بأن معظم الإقتصاديات تعتمد في تمويلها على البورصة، حيث أصبحت بمثابة القلب النابض لهذه الإقتصاديات، لذلك، أضحى الحديث عن اقتصاد قوي لا مجال له في دولة تفتقر إلى بورصة قوية، و من هنا، تكاد لا تخلو دولة من الدول المتقدمة، أو تلك الساعية إلى التقدم، من بورصة أو أكثر.

كما أن تناولنا لهذا الموضوع مكّننا من الوقوف على مزايا اعتماد نظام البورصة في اقتصاد أيِّ دولة، و مكننا من الوقوف على نقاط أساسية في هذا الصدد، نُلَخِّص أهمها فيما يلي:

- تُمَكِّن البورصة من جذب فائض رأس المال غير المستثمَر و الذي لا يُستَفاد منه في الإقتصاد الوطني، و تُحَوِّله من مال مكدَّس لا دور له إلى رأسمال مستثمَر، له نتائجه الإيجابية على مالكه و على الإقتصاد بشكل عام، ذلك أن الأسهم و السندات المطروحة للإكتتاب تجعل كُلاً من الأفراد و الشركات يستثمرون أموالهم المكدسة و المدَّخَرة في الإكتتاب رغبة منهم في تحقيق أرباح مناسبة، و بالتالي، تُعتبَر البورصة وسيلة فعالة في

القضاء على الموارد المالية المعطلة و الإكتناز غير المجدي، و من ثم رصد موارد المجتمع للمساهمة في تحقيق النمو الإقتصادي و الرفاه الإجتماعي.

- إن سوق الأوراق المالية تُعتبَر أداة هامة لتقويم الشركات و المشروعات، حيث أن الشركات المدرَجة بالبورصة تُصبح محل تمحيص و مراقبة من طرف المستثمرين والجمهور الراغب في الإستثمار، و يتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل انطلاقاً من مستويات الإقبال على طلب شراء أسهمها، و هو ما يدفع بهذه الشركات إلى السعي المستمر لتحسين مركزها المالي، من خلال تحسين كفاءتها و الرفع من فعاليتها خوفا منها من أن تهبط أسعار أسهمها أو سنداتها، و بالتالي، تساهم بشكل واضح في الرفع من مستوى الشركات العمومية و الخاصة ذات الأسهم.
- توفر البورصة الأموال الضرورية لإنجاز الإستثمارات و مشاريع المؤسسات بطريقة **مستمرة**، وتقلّص من الإستدانة البنكية التي تتطلب شروطا و أعباء قد يصعب تحملها أو توفيرها.
- تُعتبَر أداةً هامة لدعم الإئتمان المالي، و بالتالي تحقيق الأمن في المعاملات التي تتم داخل المجتمع، مما يرفع من درجة الثقة و الإئتمان على مختلف المعاملات التي تتم في المجتمع، والتي تدخل من ضمنها الموارد المرصودة بغرض الإستثمار، و هو ما يساهم بقسط كبير في تحقيق الرواج الإقتصادي و انتعاش قطاع المال و الأعمال.
- تُعتبَر أداةً لإشباع رغبات المستثمرين الصغار الذين لا يملكون ما تستلزمه الإستثمارات الكبرى، فيلجئون إلى الإكتتاب بعدد أو بقدر ما يناسبهم في السندات و الأسهم المطروحة، راغبين في تحقيق الربح المناسب و المحَفِّز.
- تُعتبَر البورصة أداةً شفافة في عملية الخوصصة، حيث تكشف بمجرد اعتمادها والإنخراط فيها الوضعية الإجتماعية، المالية و الإدارية الحقيقية لكل مؤسسة، كما تجعل الجهة المكلّفة بالخوصصة بعيدة عن اتهامها بالقيام بصفقات مشبوهة لصالح أطراف معينة، على اعتبار أن أسهم المؤسسة تطرح للجمهور العريض، فضلا عن خلق منافسة كبيرة عن أسهم المؤسسات الإقتصادية، و الحصول على سيولة جاهزة تسمح لها بتحقيق أهدافها؛ و تجدر الإشارة – في هذا الصدد - إلى أنه لا يمكن تصوُّر قيام أو اعتماد نظام للبورصة في ظل سيادة الدولة على الإقتصاد، و تهميش أو غياب القطاع الخاص أو تجميد مشاريع الخوصصة، أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن

حصصٍ من رأسمالها للعمال أو للمواطنين أو لهيئات محلية أو خارجية، و فتح رؤوس أموالها أمام المدَّخرين، الأمـر الذي سيؤدي - في حالة اعتمادها - تلقائياً إلى تنشيط عملية الإدخار، و الذي يُفْضِي بدوره إلى إقامة سوق البورصة.

- تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في حماية الإقتصاد من تأثيرات التضخم، باعتبارها تمثل جزءً من الذمة المالية للشركات، و التي تتكون في مجموعها من أموال مادية و معنوية، لذلك تُمثّل هذه السوق الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الإستقرار النقدي، و ذلك ببيع أو شراء الأوراق المالية، لتوفير الإستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الإنكماش.
- كما يعكس واقع البورصة أيضاً الحالة الصحية لاقتصاد الدولة المعنية أو للتجمعات الإقتصادية الجهوية، أو للشركات العالمية العملاقة.
- يساهم التطور التقني الحاصل في تسيير البورصات في تحسين أدائها و نجاعتها و القيام بمهامها على أحسن وجه، و ذلك من خلال دوره في تعزيز الشفافية و سرعة وصول المعلومات، و هو ما يخدم كل الفاعلين و الإقتصاد بصفة عامة.
- نظرا لأهمية المعاملات و العمليات التي تتم داخل البورصة و خطورتها البالغة، حيث أنها تستوجب قدرا عاليا من المعرفة لأسرار سوق المال، و حِرَفية جيدة لإتمام هذه العمليات على أحسن الوجوه، لاسيما أن موضوع هذه المعاملات يكون في أغلب الأحيان أموالا طائلة، بحيث أن أدنى خطئٍ في تنفيذ أوامر العميل قد ينتج عنه خسائر كبيرة، يصعب في أغلب الأحيان تداركها، و تِبَعًا لذلك، حدد المشرع القائمين على تنفيذ هذه المعاملات، بحيث تم حِكر التعامل في الأوراق المالية في البورصة على السماسرة و الوسطاء الماليين.
- إن التجديد و التنويع الذي مسَّ الأسهم والسندات التقليدية، حيث ظهرت فئات جديدة في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة، من شأنه أن يجعلها أكثر مواءمة للإحتياجات المالية لمنشآت الأعمال، و أكثر إرضاء للمستثمرين الباحثين على الفئات التي تُدِرُّ عليهم أكثر نسبة من الربح، حيث تمنحهم الكثير من الخيارات في كيفية توظيف أموالهم، و هو ما يساهم في حالة الرواج و الحركية لقطاع المال و الأعمال.
- تتميز الأوراق المالية المشتقة أو ما يعرف بالمشتقات المالية بكونها تقترب إلى المراهنة و المقامرة أكثر ما تقترب إلى الإستثمار بمعناه الحقيقي، فهي ابتكارات مالية من طرف متخصصين في المضاربة، و الذين لا يبحثون إلاّ عن تعظيم الأرباح و لو بطرق بعيدة

عن الإستثمار الحقيقي، و هو ما أدَّى إلى حدوث اختلالات مالية في منظومة البورصات و الأجهزة المصرفية، كنتيجة للإتجاه المُطَّرِد و المتصاعد في اعتماد هذه الأدوات، فرغم أن الكثير من الباحثين في قضايا المال و الإستثمار كانوا ينظرون إلى هاته الأدوات كأفضل ما استطاع الفكر الإستثماري إنجازه حتى وقت ليس بالبعيد، استقر الوضع حاليا على اعتبارها من أكثر الأدوات أو الأفكار الإستثمارية غموضاً، و بالتالي، ساد التحذير من التعامل بها، و هو ما يُعَزِّز موقف فقهاء الشريعة الإسلامية في هذا الصدد، و الذين لا يجيزونها مطلقا، و يعتبرونها مقامرة بحتة، و أرباحها ناتجة عن معاملات خيالية لا يمكن وجودها.

كما وقفنا من خلال هذا البحث على ما تتميز به بورصات الدول العربية و الجزائر من خصائص، حيث اكتشفنا بأنها تتميز في مجملها بضعف الصفقات النَّاجمة عن العدد المحدود للمتدخلين (مع بعض الإستثناءات لبعض الدول)، غياب الإرادة في الإستثمار المتوسط و طويل الأجل في الأوراق المالية، الطابع العائلي لعدد كبير من المؤسسات و التي تعتمد على التمويل الذاتي لتوسيع أنشطتها، عدم تنويع الأدوات المالية في هذه البورصات، عدم توظيف الإدخار في شكل سندات إما لانخفاض العائد أو لأسباب دينية كتحريم الفائدة.

و بالنسبة للجزائر بالتحديد، وقفنا على مدى التأخر الكبير في اللجوء إلى البورصة وتفعيل دورها بما يستجيب للإسهام في عمليات الإستثمار و التنمية و التكيُّف مع التحول في النهج الإقتصادي المتبع، على عكس ما نلحظه في باقي الدول العربية التي قطعت شوطا كبيرا في هذا المجال، خاصة منها دول الخليج، التي حققت نتائج باهرة على هذا الصعيد، و عرفت سوق الأوراق المالية بها تطورا و رواجا منقطع النظير، و اكتسبت تجربة من الأجدر الإحتذاء بها.

و زيادة على كل ذلك، أدركنا من خلال هذا البحث أهمية مناخ الأعمال و الإستثمار ودوره الكبير في تهيئة البيئة اللازمة لنشاط البورصة، و ذلك من خلال التحفيزات التي يُوفِّرها للمستثمرين، الذين يولون أهمية كبيرة لمدى توفر مناخ أعمال ملائم يَحُول دون عرقلة نشاطاتهم الإستثمارية، فاللجوء إلى البورصة يكون أكثر فأكثر كلما كان مناخ الأعمال و الإستثمار ملائما، و أكثر جذباً و تحفيزاً لمنشآت الأعمال في مباشرة أو توسيع نشاطها الإستثماري.

و في هذا الصدد، و من بين النتائج التي توصلنا إليها من خلال دراسة مكانة البورصة في الجزائر و استعراض تجربتها، يمكننا القول بأن مناخ الأعمال و الإستثمار في الجزائر يقف كحجر عثرة في سبيل تفعيل دور البورصة في الجزائر، و ذلك نظرا للصعوبات التي يتلقاها رجال الأعمال والمستثمرين عند مباشرة مشاريعهم، هذا الوضع أدى إلى انسحاب عدد من المتعاملين المُهمِّين، و الذين يوجد منهم حتى من سبق و أن باشر عمليات التحضير للدخول إلى السوق الجزائرية للإستثمار، إلا أنه انسحب فيما بعد، و ذلك بسبب العراقيل التي واجهته على أرض الواقع (مجمع إعمار الإماراتي)، و هو ما يفسر احتلال الجزائر لمراتب متأخرة في التصنيفات التي تُعِدُّها منظمات حكومية و غير حكومية تهتم بتقييم مناخ الأعمال و الإستثمار، ومدى تنافسية الإقتصاد، بالإعتماد على عدد من المعايير و المؤشرات، على غرار التقارير التي يُعِدُّها البنك الدولي، منظمة شفافية دولية و تقارير منتدى "دافوس" الإقتصادي العالمي.

حيث أنه، و في آخر تقرير للبنك الدولي حول مناخ الأعمال لسنة 2011،[1] تم تصنيف الجزائر في المرتبة 136 للسنة الثانية على التوالي من مجموع 168 بلدا، و قد قدَّر البنك العالمي مثلا أن هناك 11 إجراء و مرحلة تمر بها عملية تسوية الملكية في الجزائر عند إقامة مشروع استثماري، بالإضافة إلى عديد المشاكل في مجال تسوية الضرائب و الرسوم و عمليات الجمركة .. الخ، إلا أنه ما يُهِمُّنا، ها هنا، هو ترتيب الجزائر فيما يخص مؤشر الشروع في الأعمال و تجسيد المشروع الإستثماري، حيث تم تصنيف الجزائر في المرتبة 150، و سجل التقرير بأن الجزائر لا تُوفر مناخا جذابا للإستثمار بالنظر إلى عوامل عديدة، كما سجل بأن تجسيد هذه المرحلة (الشروع في الأعمال و تجسيد المشروع الإستثماري) يتطلب 14 إجراءً إلزاميا، و 14 وثيقة بمعدل 24 يوما لكل مرحلة.

و في آخر تقرير لمنظمة شفافية دولية حول الدول الأكثر فسادا في العالم في سنة 2010،[2] تم تصنيف الجزائر في المرتبة 105، حيث وضعتها هذه المرتبة بعيدا جدا عن جارتيها تونس (مرتبة 59) و المغرب (مرتبة 85)، كما جاءت متأخرة في الترتيب العربي (مرتبة 11 بعد مصر)، و الإفريقي (مرتبة 17 في نفس المجموعة مع السنغال و البينين والغابون و إثيوبيا !!).

[1] صدر بتاريخ: 06 نوفمبر 2010.
[2] صدر التقرير أواخر شهر أكتوبر 2010.

و في نفس السياق، و في آخر تصنيف للمنتدى الإقتصادي العالمي، الذي يضم أهم صانعي القرار الإقتصاديين و أكبر الشركات الدولية، احتلت الجزائر المرتبة 83 عالميا لسنوات 2009 و 2010، و ذلك من بين 133 دولة، إلا أن الملاحظ في هذا التصنيف، رغم هذه المرتبة التي ساهم في تحسُّنها، مقارنة بالسنوات الأخيرة، المؤشرات الإقتصادية الكلية ومداخيل المحروقات، هو الضعف الكبير في أغلب المؤشرات الأساسية الأخرى، حيث نذكر، في هذا الصدد، من المؤشرات التي تهمنا، ها هنا، احتلال الجزائر للمرتبة 127 عالميا بالنسبة لمؤشر فعالية البنوك و فعالية السوق المالي، و المرتبة 128 بالنسبة لمؤشر مدى حداثة و نوعية مناخ الأعمال، والمرتبة 125 بالنسبة لمؤشر تأثير قوانين الإستثمار على مناخ الأعمال، وبالمقابل، و من بين المؤشرات الإيجابية نوعا ما، احتلال الجزائر للمرتبة 51 بالنسبة لحجم السوق،[1] و هو ما يدل على وجود خلل كبير في التسيير، و في ممارسة مهام الضبط الإداري والإقتصادي، و استفحالٍ للفساد، يَحُولُ دون استغلال جيد لحجم السوق هذا، و الذي من المُفترَض أنه يتميز بمستوى عالٍ من الجاذبية.

كل ذلك، جعل الجزائر تُعاني من ضعف كبير في استقطاب الرأسمال الأجنبي، و يُساهم في تراجع التدفقات المالية باتجاه الجزائر، و بالتالي، المساهمة في حالة الجمود التي تطبع السوق المالية المحلية، إذ تبقى الجزائر أقل الدول استقطابا للإستثمارات الأجنبية المباشرة في البحر المتوسط، حيث قُدِّرَ متوسط حصة الفرد الجزائري من الإستثمارات الأجنبية المباشرة الأضعف بعد فلسطين، و ذلك حسب إحصاءات منظمة الأمم المتحدة للتنمية و التجارة، والشبكة المتوسطية للإستثمار لسنة 2009.[2]

كما أن الظروف السياسية، الإقتصادية و الإجتماعية التي مرت بها الجزائر جعلت أصحاب المال و الأعمال يَتَوَجَّسُون من القدوم إلى الجزائر، على اعتبار أن رأس المال جبان، يخشى الظروف الأمنية و السياسية غير المستقرة و المتقلبة، و الفوضى في تسيير الشؤون العمومية، خاصة فيما يتعلق بعدم استقرار القوانين و السياسات المعتمدة، و عدم فعالية الهيئات الإدارية التي تتسم بالطابع البيروقراطي، و استفحال الفساد، و تدَخُّل السياسة في قطاع الأعمال

---

[1] في تقرير صحفي منشور في صفحة الإقتصاد لجريدة الخبر، تحت عنوان: "المنتدى الإقتصادي العالمي يقيم الجزائر و يضعها في المرتبة 83: نظام بنكي متخلف و بيروقراطية و استفحال للفساد"، العدد: 5927، تاريخ النشر: 2010/03/06، ص 8.

[2] في تقرير صحفي منشور في صفحة الإقتصاد لجريدة الخبر، تحت عنوان: "التدفقات المالية تراجعت باتجاه منطقة البحر المتوسط: الجزائر من أقل الدول استقطابا للرأسمال الأجنبي"، العدد: 5934، تاريخ النشر: 2010/03/13، ص 6.

(قضية الخليفة)، و هو ما يؤثر بصفة مباشرة على مناخ الأعمال و الإستثمار و استقطاب رؤوس الأموال التي تُعتبر عصب الأسواق المالية، و بالتالي عدم تهيئة البيئة اللازمة لعمل البورصة في الجزائر، و يُطيل من حالة الجمود الذي تشهده، و يُصَعِّب من محاولات إصلاح الوضع في النهاية.

و مما يزيد من صعوبة الوضع أيضا، ما يلاحَظ على نمط الشركات التجارية السائد في بلادنا، فقطاع الأعمال عندنا غير قائم على شركات مساهمة حقيقية، و إنما قائم على المبادرة الفردية أو الشركات العائلية التي تعتمد على الطرق التقليدية في التمويل، و لا توجد ثقافة للمساهمة و إشراك أصحاب الأموال في نشاط الشركات، و هو ما يَبرُز جليا من خلال قائمة الشركات المدرجة ببورصة الجزائر.

و يُعَدُّ كل ذلك، كنتيجة للإنتقال المحتشم و البطيء للجزائر في تبنِّي اقتصاد السوق وتكريس آلياته، و التي يدخل من ضمنها تبني نظام البورصة، و توفير المناخ اللازم لتفعيل دورها، فتبني اقتصاد السوق يُحَتِّم على الدولة ضرورة تفعيل البورصة، واعتمادها كوسيلة لخوصصة شركات قطاع الأعمال العمومي و تنشيط الحياة الإقتصادية، على اعتبار أن ملف الخوصصة قد عرف تعثرا و ترددا كبيرا في سبيل تجسيده، و ذلك، رغم الإنعكاسات السلبية لحالة التردد، هذه، على حالة المنشآت و المؤسسات المُزْمَع خوصصتها، حيث كلما مر الوقت كلما زاد الأمر صعوبة، بحكم فقدان هذه المنشآت أو الشركات لتنافسيتها، و بالتالي فقدانها لجاذبيتها بمرور الوقت.

فالجزائر لم تقم حتى باستغلال البورصة في عمليات الخوصصة التي تم برمجتها نهاية عشرية التسعينات، حيث كان يُمْكِن أن يتم ذلك من خلال تحويل ملكية شركات قطاع الأعمال العمومي إلى رأسمال مقسَّم إلى أسهم يتم طرحها و تداولها في البورصة، حيث أن لجوء الجزائر إلى التنازل عن الشركات العمومية و فتح رأسمال الشركات التابعة للدولة للمتعاملين الخواص بطرحها في البورصة، عرف قصورا كبيرا، حيث لم يتم تسجيل إلا ثلاث عمليات للخوصصة باللجوء إلى البورصة، حيث تم فتح رأسمال شركات صيدال و فندق الأوراسي (20 %)، و رفع رأسمال الرياض سطيف (20 %)،[1] حيث تم فيما بعد سحب هذه الأخيرة من

[1] د.عبد المجيد بوزيدي، الخوصصة: أية حصيلة ؟، ت: عبد الوهاب بوكروح، جريدة الشروق اليومي، العدد: 1918، الخميس 15 فيفري 2007 م، الموافق لـ 27 محرم 1428 هـ، ص 14.

البورصة، لتتم خوصصتها خارج إطار البورصة، بينما تعرف الشركتين المتبقيتين حالة من الجمود في عملية خوصصتها، بحكم حالة الجمود التي تمرُّ بها بورصة الجزائر، رغم محاولات وضع بعض التدابير التي تصب في سبيل محاولة تفعيلها، كالإجراء القاضي بإلزام الشركات الأجنبية التي تمارس نشاطها في الجزائر بفتح 51 % من رأسمالها لمتعاملين محليين (الدولة أو الخواص)، و الإجراء القاضي بإعفاء المتعاملين الذين ينوون اللجوء إلى البورصة من الضرائب لمدة خمس سنوات فيما يخص الجزء من الرأسمال المدرج بالبورصة.

كل هذا يدفعنا نحن كباحثين، أكثر فأكثر، إلى الدعوة لضرورة توفير الشروط اللازمة لتفعيل دور هذا الجهاز المهم في بلادنا، خاصة و البلاد تعرف مجموعة من التدابير والإجراءات التي تدخل في إطار سياسة الإصلاح الإقتصادي و المالي المنتهجة حاليا، و ما توفره هذه الآلية في ظل هذه الإصلاحات قيد الدراسة و التطبيق، و التي انصبت أساسا على تكريس نظام اقتصاد السوق كخيار استراتيجي، و انسحاب الدولة من النشاط الإقتصادي، من خلال اعتماد بعض التدابير في هذا الصدد، و التي نجد على رأسها، الإتجاه إلى التقليص التدريجي لدور القطاع العام، و إعطاء الدور الهام للمبادرات الفردية، مع ما تحتاجه المبادرة الفردية من رأسمال، و هي، بالتالي، في حاجة إلى المؤسسات المالية التي تَتَيَسَّرُ بها هذه العملية، و من هنا، تبرز أهمية البورصة في خدمة الإقتصاد الوطني، عن طريق توفير الأموال اللازمة لتلبية حاجة النشاط الإقتصادي بصفة عامة.

و في الأخير، بقي لنا التأكيد على أنه لا بديل عن ضرورة التسريع في تنشيط دور البورصة، نظرا للدور الذي تلعبه في تنشيط الحياة الإقتصادية، و المساهمة في تحقيق حالة الرواج في قطاع المال و الأعمال و الإقتصاد ككل، و ذلك، نظرا للإمكانيات المادية و البشرية و التنظيمية التي أصبحت متوفرة للجزائر، يُضاف إليها حالة الإستقرار الإقتصادي و السياسي و الإجتماعي، و الإهتمام الذي أصبحت تُثيره السوق الجزائرية، حيث يكفي ضبط بعض الأمور التنظيمية، و إعادة تأهيل ما هو موجود من إمكانيات، و محاولة تذليل مختلف العقبات التي تَحُول دون تحسين مناخ الأعمال و الإستثمار، و وضع سياسة إعلامية فعالة لنشر ثقافة الإستثمار في البورصة، وتوعية المواطنين بالفوائد و الإمتيازات التي يتم جَنْيُها من وراء اعتماد هذه الآلية، سواء بالنسبة لأصحاب الأموال المدخرين، أو بالنسبة للمستثمرين أصحاب منشآت الأعمال، لتحقيق الإنطلاقة الحقيقية، و وضع قطار هذه الآلية على السكة، و متابعة

الأمر من بعيد، من خلال وظيفة الضبط الإداري و الإقتصادي الذي تضطلع به الدولة، بواسطة سلطاتها الإدارية المختصة.

قائمة المراجع

أولا : النصوص التشريعية و التنظيمية

- القانون 88-01 المؤرخ في 12 يناير 1988، المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الإقتصادية، جريدة رسمية رقم 02/88.
- القانون 88- 03 المؤرخ في 12 يناير 1988، و المتعلق بإنشاء ثمانية صناديق مساهمة، جريدة رسمية رقم 02/88.
- القانون 88-04 المؤرخ في 12 يناير 1988، المعدل و المتمم للأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري، جريدة رسمية رقم 02/88.
- المرسوم التشريعي 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، المعدل و المتمم للأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري، جريدة رسمية رقم 27/93.
- المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، و المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية رقم 34/93.
- الأمر 96-10 المؤرخ في 10 يناير 1996، المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي 93-10 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية رقم 03/96.
- الأمر 96-27 المؤرخ في 09 ديسمبر 1996، المعدل للأمر 75-59 المتضمن القانون التجاري، جريدة رسمية رقم 77/96.
- القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي 93-10، والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- قانون 08-21 المؤرخ في 30 ديسمبر 2008 و المتضمن لقانون المالية لسنة 2009، جريدة رسمية رقم 74/08.
- المرسوم التنفيذي 91-169 المؤرخ في 28 مايو 1991، و المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.
- المرسوم التنفيذي 91-170 المؤرخ في 28 مايو 1991، و المحدد لأنواع و أشكال القيم المنقولة، و كذا شروط إصدارها من قبل شركات الأموال.
- المرسوم التنفيذي 91-171 المؤرخ في 28 مايو 1991، و المتعلق بلجنة البورصة، جريدة رسمية رقم 26/91.
- المرسوم التنفيذي 94-175 المؤرخ في 13 يونيو/جوان 1994، و المتضمن تطبيق المواد 21 و22 و 29 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية رقم 41/94.
- المرسوم التنفيذي 94-176 المؤرخ في 13 يونيو 1994، و المتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، جريدة رسمية رقم 41/94.

- المرسوم التنفيذي 96-133 المؤرخ في 13 أفريل 1996، المحدد لشروط ممارسة السهم النوعي وكيفياتها.
- المرسوم التنفيذي 96-134 المؤرخ في 13 أفريل 1996، يتعلق بشروط تملك الجمهور الأسهم والقيم المنقولة الأخرى في المؤسسات العمومية التي ستُخَوصص و كيفيات ذلك.

ثانيا: الكتب

1) الكتب باللغة العربية:

- أبو زيد رضوان، شركات المساهمة و القطاع العام، طبعة دار الفكر العربي، د.ت.
- ــــــــــــــ ، الشركات التجارية في القانون المصري المقارن، دار الفكر العربي، د.ت.
- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- جيريمي سيجل، خلاصات كتب المدير و رجل الأعمال: الإستثمار في الأسهم على المدى الطويل، السنة الثالثة، العدد 11، الشركة العربية للإعلام العلمي " شعاع "، القاهرة، يونيو (جوان) 1995.
- خليل الهندي و أنطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالية – ج 2: المفهوم القانوني للسوق المالية و مدى علاقتها بالنظام المصرفي، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
- شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، ت: أ. عبد الرزاق موري، دار هومة، الجزائر، الطبعة الثانية، 1999.
- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000.
- ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها: الأسهم و السندات)، الجزائر، الطبعة الأولى، 1998.
- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- ــــــــــــــ ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2000.
- ــــــــــــــ ، المشتقات المالية: المفاهيم – إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- فيصل محمود الشواورة، بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية و العملية، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى، 2008.
- عاشور عبد الجواد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال: دراسة في تشريعات مصر والكويت و الأردن مقارنة بالنظامين الفرنسي و الأمريكي، دار النهضة العربية، 1995.
- عبد العزيز الخياط، الشركات في الشريعة الإسلامية و القانون الوضعي - ج 2، مؤسسة الرسالة، بيروت، الطبعة الرابعة، 1992.
- عبد الغفار حنفي و رسمية قريقاص، الأسواق و المؤسسات المالية: البنوك و شركات التأمين والبورصات و صناديق الإستثمار، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1997.

- عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين – شركات الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قريقاص، البورصات و المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، د.ت.
- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2003.
- عبد النافع الزرري و غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر و التوزيع، مصر، الطبعة الثانية، 1999.
- محفوظ جبار، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الطبعة الأولى، 2002.
- ـــــــــــــ ، تنظيم و إدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات: "مدخل الهندسة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ظل الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2006.
- محمود سحنون، الإقتصاد النقدي و المصرفي، بهاء الدين للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2003.
- محمود صبح، الإبتكارات المالية: المؤسسات و الأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، 1999.
- مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال)، ج 1: أدوات و آلية نشاط البورصة في الإقتصاد الحديث، د.م.ج، 1993.
- منير إبراهيم هنيدي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- منير بوريشة، المسؤولية الجنائية للوسطاء الماليين في عمليات البورصة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2007.
- هوشيار معروف، الإستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
- وسام ملاك، البورصات و الأسواق المالية العالمية: ج 1، دار المنهل اللبناني – مكتبة رأس النبع، بيروت، 2003.

2) الكتب باللغة الفرنسية:

- B. JAQUELLOT & B. SOLNIC, Marchés financiers: gestion de portefeuille et de risque, Dunod, 3 ème Ed, 1997.
- Gaston DEFFOSSE, La bourse des valeurs et les opérations de bourse, collection que-sais-je, presse universitaire de France, Paris, 7 ème Ed mise à jour, 1970.
- Henri GUITTON, Economie politique, précis Dalloz, Tome II, Paris, 4ème Ed, 1965.
- J. BOISSONNADE, Les options exotiques : Concept et Applications, Paris, Ed ESKA, 1997.
- Jacques HAMON, Bourse et gestion de portefeuille, ed. ECONOMICA, Paris.
- Jean – Jacques PERQUEL et François - Eric PERQUEL, Les bourses d'Europe Centrale, Vuibert, Paris, 1995.
- Josette PEYRARD, La bourse, Mets, 5 ème Ed, 1997.
- R.FERRANDIER & V.KOEN, Marchés des capitaux et Techniques financières, Paris, Economica, 4ème Ed, 1997.
- René RODIERE & Roger HOUIN, Droit commercial, précis Dalloz, Tome I, Paris, 6ème Ed, 1970.

ثالثا: أطروحات و رسائل جامعية

- الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه في علوم التسيير (تخصص مالية)، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006.
- محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 1999.
- عائشة بوخلخال، بورصة الجزائر بين النظري و التطبيق، مذكرة ماجستير في "قانون الأعمال" غير منشورة ، كلية الحقوق - بن عكنون، الجزائر، 2004.
- تقية إلياس، عوامل نجاح سوق مالية في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير (تخصص مالية)، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2004.
- علال بن ثابت، الأسواق المالية في ظل العولمة بين الأزمات و مظاهر التجديد، مذكرة ماجستير في علوم التسيير (تخصص مالية)، غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003.
- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية: الواقع و الآفاق، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2003.

رابعا: المجلات و الدوريات

1) مجلات و دوريات باللغة العربية:

- مجلة دراسات اقتصادية، دورية فصلية تصدر عن "مركز البحوث و الدراسات الإنسانية - البصيرة"، الجزائر، العدد الرابع، سبتمبر 2004.
- مجلة "إدارة"، مركز التوثيق و البحوث الإدارية، المدرسة الوطنية للإدارة، الجزائر، المجلد 11، العدد 21، جوان 2001.
- مجلة الإقتصاد و المجتمع، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر، العدد الأول، 2002.

2) مجلات و دوريات باللغة الفرنسية:

- Le journal des finances, Paris, 9 ème Ed, 1995.

خامسا: التقارير و المطبوعات

1) تقارير و مطبوعات باللغة العربية:

- تقرير مناخ الإستثمار في الدول العربية لعام 2007، المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، الكويت، 2008.
- قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، صندوق النقد العربي، العدد 54، الربع الثاني 2008.
- التقرير الإقتصادي العربي الموحد، سبتمبر 2001.
- تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2006، صادر بتاريخ: 11 يونيو 2007.
- تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2007، د.ت.
- تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2008، صادر بتاريخ: 30 أبريل 2009.
- تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لسنة 2009، و الصادر في فيفري 2010.
- دليل القيم المنقولة، مطبوعات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (C.O.S.O.B) ، الجزائر، أوت 2004.
- سلسلة: "الإستعلام عن"، مطبوعات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (C.O.S.O.B)، الجزائر، 2004.

2) تقارير و مطبوعات باللغة الفرنسية:

- Prospectus d’information, Les valeurs mobilières, COSOB, Alger, 2004.
- Prospectus d’information, " ALLIANCE Assurances " SPA,2010.

سادسا: مراجع من الشبكة العنكبوتية (الأنترنت)

1) وسائط من الشبكة العنكبوتية:[1]

- مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، سلسلة العلوم الإقتصادية و القانونية، موضوع العدد: دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، المجلد (29)، العدد (1)، اللاذقية - سورية، 2007.
- مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، مجلد 1، عدد 1، 1993.
- مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، جدة، العدد السادس، الجزء الثاني، 1990.
- المتغيرات الإقتصادية العالمية و انعكاساتها على أسواق المال العربية، دراسة مقدمة خلال المؤتمر العلمي الأول لكلية الإقتصاد و العلوم الإدارية، للفترة من 22 إلى 24 تموز 2003، جامعة العلوم التطبيقية - عمان، الأردن.
- بورصة الجزائر، شركة تسيير بورصة القيم (S.G.B.V)، عرض تقديمي (*Présentation Powerpoint*) نشر بالموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها: http://www.cosob.org.
- دور البورصة في الإقتصاد، أحمد الهدواج، ليبيا، أفريل 2007، عرض تقديمي منشور بمحرك البحث "*Google*"، تاريخ إجراء البحث: 2009/06/19.
- أهم التراتيب (أو اللوائح) المعمول بها عادة في البورصة و مهنة الوساطة، أحمد الهدواج، أفريل 2007، ليبيا، عرض تقديمي منشور بمحرك البحث "*Google*"، تاريخ إجراء البحث: 2009/06/19.
- سوق الأوراق المالية في ليبيا: الواقع و الآفاق المستقبلية، د. عيسى حمد الفارسي، أ. سليمان سالم الشحومي، أ. هويدا مصطفى الفنيش، بحث مقدم في شكل عرض تقديمي منشور بمحرك البحث "*Google*"، تاريخ إجراء البحث: 2009/06/19.
- ورشة عمل " بورصة الأوراق المالية و كيفية المضاربة فيها"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، نشرت بموقع المنظمة: http://www.arado.org .
- قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، دراسة قدمت خلال ندوة «الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الإقتصادات العربية»،11 أكتوبر 2008، مركز صالح عبد الله كامل للإقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، القاهرة؛ المصدر: محرك البحث على الشبكة العنكبوتية "*Google*"، تاريخ إجراء البحث: 2009/06/19.
- دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية، أ. عادل عبد الله الكيلاني، ورقة عمل مقدمة لندوة " تطوير سوق الأوراق المالية "، أمانة اللجنة الشعبية العامة للإقتصاد و التجارة، سوق الأوراق المالية - ليبيا، د.ت، ملف في شكل "Word"؛ المصدر: محرك البحث على الشبكة العنكبوتية "*Google*"، تاريخ إجراء البحث: 2009/06/19.

---

[1] ملفات تم تحميلها من الشبكة العنكبوتية وفق أشكال و صيغ متعددة (fichiers word, Pdf, Présentation PowerPoint, pages Web…) .

- مصطلحات اقتصادية، ملف على شكل "Pdf"، المصدر: محرك البحث على الشبكة العنكبوتية "*Google*"، تاريخ إجراء البحث: 2009/11/05.
- مشاكل الأسواق المالية العربية و محاولة تحقيق تكامل بينها، بحث منشور بالموقع الإلكتروني لـ: "منتديات الجلفة"، ركن: "منتديات الجامعة و البحث العلمي/ منتدى العلوم الإقتصادية و علوم التسيير".
- ألف و باء الأوراق المالية، سمير العبيدان، طبعة على شكل "Pdf"، د.ت؛ المصدر: محرك البحث على الشبكة العنكبوتية "*Google*"، تاريخ إجراء البحث: 2009/06/19.
- نحو سوق مالية إسلامية، كمال توفيق حطاب، طبعة تمهيدية في شكل "Word"، جامعة اليرموك / إربد، الأردن، د.ت.

2) مواقع على الشبكة العنكبوتية:

- الموقع الإلكتروني لتعليم التداول في العملات الأجنبية (الفوركس): http://www.forexpros.ae .
- الموقع الإلكتروني لشركة تسيير بورصة القيم (S.G.B.V): www.sgbv.dz .
- الموقع الإلكتروني للمجلة الإلكترونية "الرؤية الإقتصادية": http://www.alrroya.com .
- الموقع الإلكتروني لجريدة "الشروق": http://www.echoroukonline.com/ara/economie .
- الموقع الإلكتروني للمعهد العربي للتخطيط بالكويت: http://www.arab-api.org .
- الموقع الإلكتروني لشبكة "إسلام أون لاين": http://www.islamonline.net .
- الموقع الإلكتروني "نبع الجزائر" الخاص بالطلاب: http://www.2algeria.com .
- الموقع الإلكتروني لمنتدى "الجمعية العلمية الجامعية آفاق المستقبل": http://lmdbatna.hooxs.com .
- الموقع الإلكتروني للهيئة العليا لتطوير مدينة الرياض: http://www.ada.gov.sa .
- الموقع الإلكتروني لشبكة النبأ المعلوماتية: http://www.annabaa.org .
- الموقع الإلكتروني لشبكة الإعلام العربية "محيط": http://www.moheet.com .
- الموقع الإلكتروني لمنتدى سيدات الأعمال: http://www.vipmiss.com .
- الموقع الإلكتروني لمنتدى شبكة الإمارات للأوراق المالية: http://uaesm.maktoob.com .
- الموقع الإلكتروني لشبكة الإعلام العربية "محيط": http://www.moheet.com .
- الموقع الإلكتروني لمنتدى العراق للأوراق المالية: http://www.iraqism.com .

سابعا: مراجع أخرى

- حسين مبروك، دروس مقياس " معالجة و إعداد النصوص القانونية " لطلبة السنة الرابعة بالمدرسة الوطنية للإدارة، السنة الجامعية 2005/2004.
- جريدة الخبر، العدد 5927، 06 مارس 2010.
- ـــــــــــــ ، العدد 5934، 13 مارس 2010.
- ـــــــــــــ ، العدد 6170، 07 نوفمبر 2010.
- ـــــــــــــ ، العدد 6174، 11 نوفمبر 2010.
- جريدة الشروق اليومي، العدد 1918، 15 فيفري 2007.

الملخص

ظهرت الحاجة للبورصات كنتيجة منطقية لصعود و تطور الرأسمالية و توفر الإمكانية للتوسع في الأعمال بأكبر مما يتوفر لدى رجال الأعمال من رؤوس أموال، في عصر كان التوسع الرأسمالي فيه بالغ السرعة في ظل تواتر دخول العديد من بلدان العالم إلى مرحلة التطور الرأسمالي.

و تُعَرَّف سوق الأوراق المالية أو البورصة بأنها السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية من أسهم و سندات بيعاً و شراء، بحيث تُشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الإدخار الرئيسة (أفرادا و مؤسسات) إلى وحدات الإستثمار (مشاريع الأعمال والحكومة)؛ و يوجد شكلان لسوق الأوراق المالية هما :

1- السوق الأولية: و هي سوق إصدار وطرح الأوراق المالية للإكتتاب بها من قبل الجمهور، حيث تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مُصدر الورقة المالية و المكتتب بها، أو بين المُقترض و المُقرِض.

2- السوق الثانوية: و هي سوق التداول، يتم فيها بيع و شراء الأوراق المالية و تداولها بين حاملها و مستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها في السوق الأولية، و تتحدد فيها قيم أدوات الإستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال التقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الإتصال المعروفة، وهذا يعني أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المكان و القوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين، و إيجاد السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد.

و يوجد شكلان للسوق المالية الثانوية هما :

أ) سوق منظمة: و هي ما يعرف ببورصة الأوراق المالية، فهي المكان الذي تُجرى فيه المعاملات على الأوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين مختصين بهذا النوع من العمل و هم الوسطاء، و وفق إجراءات و قوانين و نظم محددة.

ب) سوق غير منظمة: أو السوق الموازية، و تُجرى عمليات التداول في هذا النوع من السوق الثانوية دون وجود زمان أو مكان محددين لإجرائهما، و يمكن أن تتم هذه العمليات بالهاتف أو بالحاسوب.

كما تشتمل البورصة على السوق الثالث و الرابع، و اللذان يعتبران قطاعين من السوق غير المنظمة.

تشمل أهداف السوق عدة أهداف منها على الخصوص: التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفايتها و شفافيتها، و قواعد التداول، و آلياته الفنية، و معلومات الأوراق المالية المُدرجَة في السوق، و كذلك توفير قواعد و إجراءات سليمة و سريعة ذات كفاية للتسوية و المقاصة من خلال مركز إيداع الأوراق المالية، و كذلك وضع معايير مهنية للوسطاء و وكلائهم و تطبيقها، إلا أن أكبر هدف عام تؤديه البورصة للإقتصاد ككل هو التوجه بموارد المجتمع إلى أحسن استخداماتها.

و تضم البورصة مجموعة من المتدخلين و المتعاملين، يتمثلون أساسا في: المستثمرين الأفراد، بنوك الإستثمار، صناديق الإستثمار و المستثمرين التأسيسيين، بالإضافة إلى المؤسسات الإقتصادية العمومية و الخاصة، البنوك التجارية، و الجمعيات ذات الطابع غير الربحي؛ يضاف إليهم الوسطاء و سماسرة الأوراق المالية الذين يلعبون الدور الأساسي في إنجاز و تنفيذ عمليات التداول بين مختلف المتعاملين.

و يُتداوَل في السوق المالية أدوات تقليدية و أدوات مستحدثة؛ الأدوات التقليدية هي الأسهم والسندات بأنواعها، أما الأدوات المستحدثة فتتمثل في أنواع استُحدثت من تطوير أنواع جديدة في الأسهم و السندات، ظهرت بالأخص في بورصات الدول الرأسمالية الكبرى على غرار الولايات المتحدة الأمريكية، و بالإضافة إلى ذلك نجد الأوراق المالية المخلّقة أو ما يعرف بالتوريق، و الذي يَنْصَبُّ على تحويل ديون على عاتق الشركات إلى أوراق مالية يمكن تداولها في البورصة، بالإضافة إلى الأوراق المالية المهجَّنة أو ما يعرف بالمشتقات المالية، و هي أدوات مالية اشتُقت من الأوراق المالية الكلاسيكية، و تُعتبر من الإبتكارات المستحدثة، تتمثل أساسا في: عقود الإختيار، عقود المستقبل، العقود الآجلة و عقود المبادلة، بالإضافة إلى التعامل بالمؤشرات.

و على مستوى الممارسة، يعرف واقع البورصة في الجزائر الكثير من التعثر، و ذلك لعدم توفر الشروط الضرورية لنشاطها و البيئة المناسبة لتفعيلها، و هو ما جعلها تقبع في مؤخرة البورصات العربية التي عرفت الكثير من التطور و النجاح في هذا الصدد، الأمر الذي دفع السلطات إلى القيام بمجموعة من التدابير لبعثها و تهيئة الظروف لنشاطها، و من ذلك وضع مخطط لتطوير وعصرنة البورصة تعكف السلطات على تنفيذه بالتنسيق مع مختلف المتعاملين في الساحة المالية الجزائرية، وذلك بالموازاة مع سياسة إصلاح اقتصادي و مالي شامل.

Résumé

Le besoin à la bourse est considéré comme une conséquence logique de l'essor et du développement du capitalisme d'une part, et la défaillance financière des hommes d'affaires face à la possibilité de développer leurs affaires d'autre part.

En effet, l'expansion capitaliste est tellement rapide notamment après l'entrée de nombreux pays à l'étape de l'évolution capitaliste.

Or, la bourse c'est le marché où s'effectuent les transactions sur les valeurs mobilières à savoir les actions et les obligations à travers la vente et l'achat. Ainsi, elle constitue un canal où le capital coule des unités principales de l'épargne (individus et entreprises) vers des unités d'investissement (projets des affaires et du gouvernement). Aussi, on distingue dans la bourse deux marchés complémentaires :

1- **le marché primaire :** c'est le marché d'émission de titres de manière à établir une relation directe entre l'émetteur et le souscripteur, ou bien entre l'emprunteur et le prêteur.
2- **le marché secondaire :** c'est le marché de roulement où s'effectuent la vente et l'achat des titres, et les faire circuler entre le titulaire et un autre investisseur après être émis sur le marché primaire. Aussi, on y détermine spontanément les différentes valeurs des instruments de l'investissement à travers la loi de l'offre et de la demande effectuées par l'intermédiaire d'un moyen de communication quelconque, ce qui signifie que le marché secondaire fournit le lieu et les lois nécessaires pour réglementer l'échange des valeurs mobilières entre les investisseurs et crée la liquidité suffisante pour convertir les titres en espèces.

Le marché financier secondaire se subdivise à son tour en :

a) **un marché réglementé :** il est connu sous le nom de la bourse, qui est l'endroit où s'effectuent les transactions sur les titres à des moments précis par des spécialistes qualifiés dans ce type de travail (les intermédiaires), et conformément à des procédures, aux lois et aux règlements précis.
b) **un marché non-réglementé :** ou le marché parallèle, dont l'échange s'accomplit à un moment et un lieu quelconques par l'intermédiaire d'un téléphone ou d'un ordinateur.

La bourse comprend également le troisième et le quatrième marchés considérés comme deux secteurs du marché non-réglementé.

Les objectifs de la bourse sont nombreux et visent en particulier à s’assurer que les exigences d’insertion sont justes, suffisantes et transparentes. Elle garantit aussi les règles d’échange et les mécanismes techniques, ainsi que les informations sur les titres inclues dans le marché. En plus, elle crée des règles et des procédures justes, rapides et suffisantes pour le règlement et la compensation à travers le centre de dépôt des titres. Elle met aussi en place des normes professionnelles pour les intermédiaires et leurs agents, ainsi qu’elle veille à les appliquer.

En fait, l’objectif principal de la bourse est de servir l’économie à travers la bonne exploitation des ressources de la société.

La bourse comprend un groupe d’acteurs représentés principalement par les investisseurs individuels, les banques d’investissement, les fonds d’investissement et les investisseurs fondateurs, ainsi que les établissements économiques publics et privés, les banques commerciales et les associations à caractère non-lucratif. En outre, il ya les intermédiaires et les courtiers des valeurs mobilières qui jouent un rôle clé dans l’achèvement et la mise en œuvre des opérations d’échange entre les différents acteurs.

On peut négocier à la bourse des outils traditionnels qui sont les actions et les obligations avec ses différents types, ainsi que des outils développés représentés par des formes issues de l’évolution d’autres nouveaux types de ces titres et qui ont apparu en particulier dans les bourses des grands pays capitalistes comme les États-Unis d’Amérique. En plus de cela, on trouve ce qu’on appelle « la titrisation » qui porte sur la conversion des dettes des sociétés en titres, qui peuvent être échangés sur le marché boursier ; en plus, il y a les titres hybrides appelés « dérivés » qui sont des instruments financiers dérivés des titres classiques et considérés comme des nouvelles innovations, consistant essentiellement en : des options, des futures contrats, des contrats *forwards*, des *swaps*, et la transaction avec les index de bourse.

Au niveau de la pratique, la bourse en Algérie est tellement trébuchante à cause de l’absence des conditions indispensables à son activité et du milieu approprié pour son efficacité. C’est pourquoi, elle est classée aux derniers rangs par rapport aux bourses arabes qui ont connu beaucoup d’évolution et de succès. Cela a incité les autorités à entreprendre une série de mesures qui peuvent l’animer et créer de bonnes conditions pour son activité. On cite entre autres, la mise en œuvre du plan de développement et de modernisation de la bourse et qui sera appliqué en coordination avec les différents acteurs dans la cour financière en Algérie, et en parallèle avec une politique de réforme globale sur le plan économique et financier.

Abstract

The need for stock exchanges has emerged as a logic consequence of the rise and the development of capitalism, with the availability of the capability to expand the business more than businessmen have as capital, in an era where capitalism expansion was very rapid with the entry of many countries in the stage of capitalism development.

The stock exchange bourse can be defined as a market where trading is done by shares and bonds, selling and buying, to form a channel where the capital flows in from the main saving units (individuals and institutions) to units of investment (business and government). And there are two forms of the stock market:

1 - The primary market: a market issue and offer of securities for subscription by the public, as they arise, a direct relationship between the issuer and the subscriber or between the borrower and the lender.

2 - The secondary market: which is the trading market, where securities are bought and sold or traded between the holder and another investor, after passing by post-issuance in the primary market, and it is where the different values of investment instruments are determined naturally through the convergence of supply and demand, by any means of communication, and this means that the secondary market is providing place and the necessary laws to regulate the exchange of securities between investors, and create the liquidity necessary to convert the securities into cash.

And there are two forms of secondary financial market, namely:

A) The regulated market (an organized quasi auction market): which is known as the bourse, that is the place in which to conduct transactions on the securities at specified times by qualified specialists in this type of work who are called intermediaries, they work in accordance with the procedures, laws and specific systems.

B) The unregulated market (over the counter market): or the black market where there's no place or time for conducting trade, and this operation can just be done by phone or computer.

The bourse can also include the third and fourth markets which are considered two sectors of the unregulated market.

There are many objectives of the market: make sure that there's justice of listing requirements especially their efficiency and transparency, trading

rules, its artistic mechanisms, and information of listed securities in the market, as well as providing rules and safe and fast procedures with the adequacy of settlement and clearing through the Securities Depository Center, as well as setting professional standards for intermediaries and their agents by applying them, but the most important aim done by the bourse to the economy as a whole is to orient the community resources to better uses.

Stock includes a group of actors and dealers, mainly represented by: individual investors, investment banks, mutual funds and investing founders, the public and private economic institutions, commercial banks, associations of a non-profit character; in addition to intermediaries and stockbrokers who play the key role in the completion and implementation of trading between the different dealers.

There are modern and traditional tools which are being traded in the bourse; traditional tools are different kinds of stocks and bonds, whereas the modernized tools are represented by modern types which have been introduced from the development of new types of stocks and bonds. These latters have emerged especially in the stock exchanges of the big capitalist countries like the United States of America. In addition to this, we find the stock or what is known as synthetic securities (securitization), which focused on the conversion of debts on the burden of companies to securities which can be traded in the stock market, in addition to the hybrid securities known as "financial derivatives" which are financial instruments derived from classical securities. They are regarded as the developed innovations consisting mainly of: options contracts, future contracts, forward contracts, swaps contracts, and the market index.

At the level of practice, the reality of stock market has many stumble in Algeria. That's because of the lack of the necessary conditions for its activity and the proper environment to be activated, that's what made it in the back of Arabic stock exchanges, which knew a lot of development and success in this context. Thus, the authorities prompted to undertake a range of measures to launch it and create better conditions for its activity, a plan was set for the development and modernization of the stock exchange. Authorities are implementing it in accordance with the various dealers in the financial field of Algeria hand in hand with the policy of a total economic and financial reform.